Monetäre Wirkungen eines Multiwährungs-Interventionssystems mit Saldenausgleich

Untersucht am Beispiel der europäischen Währungs-Schlange*

Von Rolf Caesar, Köln

Durch den Übergang zum Blockfloating in der EWG im März 1973 haben die beteiligten Gemeinschaftsländer einen wesentlichen Teil ihrer stabilitätspolitischen Autonomie zurückgewonnen[1]. Jedoch kann keine Rede davon sein, daß damit die nationale Geldpolitik völlig unabhängig von der monetären Entwicklung in den europäischen Partnerländern geworden sei. Dies beruht wesentlich darauf, daß die innerhalb der Gemeinschaft geltenden Interventions- und Saldenausgleichsvereinbarungen unter bestimmten Voraussetzungen direkte und gewissermaßen „automatische" Konsequenzen für die Liquiditätsversorgung in Gemeinschaftswährungen und damit für die Geldpolitik der betroffenen Länder haben können. Zwar ist der Geltungsbereich der „Euro-Schlange"[2] durch die Nicht-Beteiligung Großbritanniens und Irlands sowie das Ausscheiden Italiens (im Februar 1973) und Frankreichs (im Januar 1974) gegenwärtig auf sieben Länder[3] beschränkt, so daß die potentiellen Störwirkungen entsprechend reduziert sind. Eine Analyse des Systems scheint aber dennoch lohnend. Zum einen ist es die erklärte Absicht, die Euro-Schlange mit den derzeit Beteiligten auf jeden Fall weiterbestehen zu lassen und

---

* Abgeschlossen im Oktober 1974.

[1] Vgl. etwa Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1973, S. 20 f.; vgl. auch Europäische Gemeinschaft, Kommission: Siebenter Gesamtbericht über die Tätigkeit der Europäischen Gemeinschaft 1973, Brüssel/Luxemburg 1974, S. 188.

[2] Früher auch als „Schlange im Tunnel" bezeichnet, wobei der „Tunnel" durch die Bandbreite gegenüber dem US-Dollar bestimmt war. Seit dem Übergang zum sogenannten Blockfloating, also seit der Aufhebung der Interventionspflicht der EG-Währungen gegenüber dem US-Dollar, kann man jedoch nicht mehr von einem „Tunnel" sprechen.

[3] Die Benelux-Staaten, die Bundesrepublik und Dänemark sowie Norwegen und Schweden, die sich den Vereinbarungen der Euro-Schlange freiwillig angeschlossen haben.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die nicht beteiligten Länder, zumindest auf mittlere Sicht, wieder in das System zu integrieren. Zum anderen ist die Euro-Schlange häufig als mögliches Vorbild für ein weltweites Multiwährungs-Interventionssystem genannt worden[4]. Dieser Vorschlag ist zwar — ebenso wie die geplante Neuordnung des Weltwährungssystems generell — durch die sogenannte Ölkrise und ihre währungspolitischen Auswirkungen etwas in den Hintergrund der aktuellen Diskussion gerückt und nach Meinung mancher Währungsexperten „nicht mehr sehr aktuell"[5], doch bleibt die Idee eines derartigen Systems mehrseitiger Interventionen zur gegenseitigen Stützung fester Paritäten nach wie vor auf der Tagesordnung für eine grundlegende Reform der Weltwährungsordnung[6].

Mit den monetären Konsequenzen eines solchen Systems, wie es seit 1972 in der EWG besteht, beschäftigt sich die vorliegende Abhandlung. Sie betrachtet zunächst die grundsätzliche Funktionsweise des Systems der Euro-Schlange (I). Anschließend werden die Effekte untersucht, die von diesem System auf die internationale Geldversorgung ausgehen können (II); dabei werden anhand eines stark vereinfachten Beispiels zunächst die Wirkungen bei „normalem" Ablauf des Systems und danach bei Anwendung verschiedener Ausnahmeregelungen analysiert. Abschließend werden der Zusammenhang zwischen internationaler und nationaler Geldversorgung sowie einige daraus resultierende währungspolitische Konsequenzen diskutiert (III).

Die Untersuchung bewegt sich dabei auf zwei verschiedenen Ebenen. Im ersten Schritt (Kap. II.) werden die monetären Wirkungen auf den gesamten „privaten" Bereich im In- und Ausland analysiert, worunter die Gesamtheit der Banken und Nichtbanken, jedoch ausschließlich Zentralbanken und öffentlicher Haushalte, verstanden wird[7]. Dagegen wird im zweiten Schritt (Kap. III.) die Betrachtung auf den privaten Nichtbankensektor, die unter binnen-wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten eigentliche Zielgruppe, eingeengt. Die in III. vorgenommene Differenzierung zwischen Banken und Nichtbanken wird in II. aus Gründen

---

[4] Siehe z. B. Helmut *Schmidt*, Die Reform des internationalen Währungssystems gewinnt Gestalt, in: Europa-Archiv, 28. Jg. (1973), Folge 17, S. 577.

[5] Siehe z. B. Otmar *Emminger*, Währungsreform — Ein Opfer der Ölhausse?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 15. Februar 1974.

[6] Siehe im einzelnen: A draft outline of monetary reform, prepared by the deputies of the IMF's Committee of 20, abgedruckt in: Euromoney, October 1973, S. 51.

[7] Zur begrifflichen Abgrenzung vgl. die Ausführungen unter II.1.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der einfacheren Darstellung unterlassen, da es dort nur um eine globale Analyse der internationalen Effekte im „privaten" Sektor (also eine Vorstufe von III.) geht; eine Trennung in Banken- und Nichtbankensektor würde in II. lediglich eine weitere Komplikation, jedoch keine wesentlichen zusätzlichen Erkenntnisse, mit sich bringen.

I. Die grundsätzliche Konstruktion des Multiwährungs-Interventionssystems in der EWG

1. Die „normale" Abwicklung von Intervention und Saldenausgleich

a) Die beiden „Regelfälle" der Intervention

Nach der Entschließung des Rates der Europäischen Gemeinschaft über die Bandbreitenverringerung in der EWG vom 21. März 1972[8] haben die Zentralbanken der Gemeinschaftsländer in Gemeinschaftswährungen zu intervenieren, „wenn deren Kurse auf dem betreffenden Devisenmarkt die ... höchstzulässigen Schwankungsgrenzen erreichen"[9]. Die Interventionspunkte sind erreicht, wenn die Abweichung zwischen der „stärksten" und der „schwächsten" Gemeinschaftswährung, gemessen an den innerhalb der EWG geltenden Leitkursen[10], eine Spanne von 2,25 % erreicht. Die Interventionsverpflichtung gilt grundsätzlich gegenüber

---

[8] Entschließung des Rates der Europäischen Gemeinschaft und der Vertreter der Regierungen der Mitgliedstaaten vom 21. März 1972 betreffend die Anwendung der Entschließung vom 22. März 1971 über die stufenweise Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion in der Gemeinschaft, abgedr. in: Europa-Archiv, 27. Jg. (1972), Folge 14, S. D 337 ff. Die Grundgedanken waren bereits im *Werner*-Plan und der Stellungnahme des EWG-Zentralbankausschusses dazu konzipiert worden; siehe Bericht an Rat und Kommission der Europäischen Gemeinschaften über die stufenweise Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion in der Gemeinschaft, abgedr. in: Deutscher Bundestag, 6. Wahlperiode, Drucksache VI/1315 vom 28. Oktober 1970, S. 12 und S. 15, sowie Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken: Stellungnahme zum *Werner*-Bericht, abgedruckt ebenda, S. 22 ff.

[9] Entschließung des Rates vom 21. März 1972, a.a.O., S. D 339.

[10] Diese Leitkurse innerhalb der EWG errechneten sich als cross-rates aus den im Rahmen des IWF vereinbarten, seit Dezember 1971 so genannten „Leitkursen" gegenüber dem US-Dollar. Vgl. auch die Bemerkungen über die Rolle des Dollars als Umrechnungsmittel im Rahmen der Euro-Schlange bei Heinz *Brestel*, Wie funktioniert das Block-Floaten in Europa?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 21. 4. 1973.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

allen am System der Euro-Schlange beteiligten Währungen (jedoch nicht gegenüber dem US-Dollar[11]) und in unbeschränkter Höhe.

Durch die Interventionen werden in der Regel in beiden Ländern Beträge der „schwachen" Währung am Markt angekauft, indem dafür „starke" Währung hingegeben wird. Diese Interventionswährung wird durch die Zentralbank des Landes mit der „starken" Währung — im folgenden kurz „Gläubigerland" genannt — im benötigten Umfang neu geschaffen, während die Zentralbank des Landes mit der „schwachen" Währung — kurz „Schuldnerland" genannt — sie aus ihren Währungsreserven entnehmen muß. Die Zentralbank des Gläubigerlandes („Gläubigerzentralbank") erwirbt durch ihre Intervention eine Forderung gegenüber der betreffenden Partnerzentralbank („Schuldnerzentralbank"), die diese im Wege des Saldenausgleichs zu begleichen hat. Verfügt die Schuldnerzentralbank jedoch zum Zeitpunkt der Intervention über keine Bestände an starker Währung („Gläubigerwährung"), so muß sie sich den benötigten Betrag kreditweise gegen eigene Währung („Schuldnerwährung") von der Gläubigerzentralbank beschaffen. Die Saldenausgleichsverpflichtung erhöht sich in diesem Falle entsprechend.

b) Die beiden „Regelfälle" beim Saldenausgleich

Der Saldenausgleich ist „binnen eines Monats"[12] vorzunehmen, d. h. in praxi am Ende des Monats, der auf den Monat der Devisenintervention folgt[13]. Bezüglich der Finanzierung des Saldenausgleichs sind wieder zwei „Regelfälle" möglich. Grundsätzlich sind Verpflichtungen der Schuldnerzentralbank aufgrund der Interventionen primär in Gläubigerwährung zu begleichen; dies ergibt sich aus der Tatsache, daß sowohl die Intervention der Gläubigerzentralbank als auch ihre eventuelle zusätzliche Kreditgewährung an die Schuldnerzentralbank (zur Interven-

[11] Dies gilt jedenfalls seit dem Übergang zum Blockfloating im März 1973. Im ursprünglichen System der EG-Bandbreitenverringerung bestand dagegen durchaus auch eine Interventionspflicht gegenüber dem Dollar gemäß den Statuten des IWS-Systems (vgl. Fußnote 8). Zu den Zusammenhängen zwischen Interventionen in Dollar und in Gemeinschaftswährungen vgl. etwa Franz *Holzheu*, Zur Problematik der Bandbreiteneinengung in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, 93. Jg. (1973), 2. Heft, S. 176 f. sowie Hans *Willgerodt*/Alexander *Domsch*/Rolf *Hasse*/Volker *Merx*, Wege und Irrwege zur europäischen Währungsunion, Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Bd. 16, Freiburg i. Br. 1972, S. 202 ff.

[12] Entschließung des Rates vom 21. März 1972, a.a.O., S. D 339.

[13] Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1972, S. 33.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tion durch diese) in Gläubigerwährung erfolgt sind[14]. Verfügt also die Schuldnerzentralbank am Stichtag des Saldenausgleichs über Bestände an Gläubigerwährung, so hat sie zunächst diese Reserven zum Saldenausgleich einzusetzen. Für den Fall jedoch, daß sie solche Reserven am Fälligkeitstag nicht besitzt, soll sie, um ihre Verschuldung abzudecken, den Ausgleich in anderen Reservemedien vornehmen[15]. Dabei gilt die Vorschrift, daß die Schuldnerzentralbank diese Reserveelemente in einem Verhältnis verwenden soll, das der Struktur[16] ihrer eigenen Währungsreserven entspricht[17].

Für die internationale Liquiditätsversorgung spielt allerdings der Saldenausgleich direkt keine Rolle. Da es sich dabei um eine Transaktion ausschließlich zwischen Zentralbanken — bzw. zwischen Zentralbanken und dem Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit — handelt, wird der in der vorliegenden Abhandlung allein interessierende private Sektor[18] davon nicht berührt. Somit ist auch die obige Unter-

---

[14] Vgl. hierzu im einzelnen Gerhard *Jennemann*, Was bedeutet die Bandbreitenverringerung in der EWG?, in: Börsen-Zeitung vom 8. 4. 1972.

[15] Dieser Fall dürfte in der Praxis erheblich häufiger vorkommen als der erstere Regelfall. Denn zum einen verfügen die meisten EWG-Länder nur über relativ bescheidene Beträge an Gemeinschaftswährungen, zum anderen wird die Ansammlung solcher Währungen durch Bestimmungen des Systems wie auch durch andere Umstände (z. B. fehlende Wechselkursgarantie, Zinsverluste) normalerweise eingeschränkt, siehe Fußnote 25). Vgl. auch Hans Christoph *Binswanger*, Das Deviseninterventionssystem der EWG und Kooperationsperspektiven für die Schweiz, in: Der Europäische Währungsblock, Bankwirtschaftliche Forschungen, Bd. 16, Bern/Stuttgart 1973, S. 52.

[16] Dabei wird unter „Struktur der Währungsreserven" jedoch lediglich das Verhältnis von goldgebundenen Reserven (Gold, Sonderziehungsrechte, Reserveposition im IWF) zu nichtgoldgebundenen Reserven (= Devisen) verstanden; innerhalb der beiden Gruppen können die Schuldnerländer wählen, welche Unterart der jeweiligen Reservegruppe (also ob z. B. Gold oder Sonderziehungsrechte bzw. ob z. B. Dollar oder andere Devisen) sie verwenden möchten. Vgl. dazu auch die Ausführungen in: EWG, Wirtschafts- und Sozialausschuß: Dossier 5/Wirt vom 15. 11. 1973, S. 57, sowie Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1972, S. 34.

[17] Siehe Entschließung des Rates vom 21. März 1972, a.a.O., S. D 339; Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1972, S. 34. Die Ziele dieser Bestimmung waren einmal, zu vermeiden, daß ein Land eine bestimmte Reserveart vorzeitig aufbraucht und dadurch trotz ausreichender Gesamtreserven in Schwierigkeiten gerät; zum anderen wurde damit bewußt angestrebt, im Laufe einer längeren Übergangszeit eine größere Harmonisierung der Reservestruktur in der EWG zu erreichen. Siehe G. *Jennemann*, Was bedeutet die Bandbreitenverringerung in der EWG?, a.a.O.

[18] S. o. die abgrenzenden Bemerkungen auf Seite 91 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

scheidung in zwei „Regelfälle" beim Saldenausgleich für die weiteren Überlegungen grundsätzlich irrelevant. Die Durchführung des Saldenausgleichs kann allenfalls insofern von indirekter Bedeutung sein, als bestimmte Ausnahmeregeln bezüglich der Interventionen (s. u. 2. b)) normalerweise nur im Falle eines Saldenausgleichs in Gläubigerwährung zur Anwendung kommen[19].

2. *Mögliche Ausnahmeregelungen*

a) Grundsätzliche Bemerkungen

Das Konzept der Euro-Schlange, wie es oben geschildert worden ist, hatte — insbesondere auf Betreiben der deutschen Vertreter — seine relativ strenge Formulierung erhalten, um im „Normalfall" einen gewissen Automatismus zu gewährleisten. Jedoch war bereits in der Entschließung vom 21. März 1972 eine Reihe von Ausnahmeregelungen vorgesehen worden. Diese stellen demnach zwar Abweichungen vom „Normalzustand" dar, sind jedoch durchaus regelkonform. Um aber eine exzessive Nutzung dieser Ausnahmevereinbarungen zu vermeiden, wurde ihre Inkraftsetzung an die Bedingung gebunden, daß alle von einer Sonderregelung betroffenen Zentralbanken vorher zustimmen müßten.

Eine kurze Darstellung der relevanten Ausnahmeregelungen scheint zweckmäßig, um anschließend ihre potentiellen Wirkungen auf die Geldversorgung in den betroffenen Währungen herausarbeiten zu können. Dabei werden nur Ausnahmeregelungen bezüglich der Intervention untersucht. Die möglichen Sondervereinbarungen hinsichtlich des Saldenausgleichs — vorzeitige Rückzahlung mit der Gläubigerwährung, Verlängerung der Rückzahlungsfrist um drei bis sechs Monate, Saldenausgleich nur in nicht-goldgebundenen Reserven — könnten ja, wie bereits erwähnt, die Geldversorgung nicht direkt beeinflussen, da sich der Saldenausgleich lediglich in der Zentralbanksphäre abspielt[20].

---

[19] Eine vorzeitige Rückzahlung soll normalerweise nur in Gläubigerwährung vorgenommen werden. Ein Saldenausgleich gemäß der Struktur der Währungsreserven des Schuldnerlandes erfolgt dagegen in der Regel erst zum üblichen Fälligkeitstag.

[20] Es würden dadurch nämlich entweder nur die Fristen bzw. der Zeitpunkt des Wirkungseintritts, nicht dagegen Art und Umfang der Effekte selbst, beeinflußt (vorzeitige bzw. verzögerte Rückzahlung) oder aber lediglich die Struktur der Währungsreserven verändert, nicht dagegen die Geldversorgung (z. B. bei Rückzahlung nur in Dollar).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

b) Die relevanten Ausnahmeregelungen

(1) Zwischenzeitlicher Ankauf von Gläubigerwährung gegen eigene Währung

Nach der Entschließung vom 21. März 1972 ist eine Abweichung von der Regel, daß die Zentralbanken nur bei Erreichen der festgelegten Interventionspunkte in Gemeinschaftswährungen intervenieren dürfen, nur ausnahmsweise und „nur nach abgestimmter Entscheidung der Zentralbanken", d. h. nach vorheriger Abstimmung unter den (beteiligten[21]) Zentralbanken zulässig. Ein derartiger freiwilliger Ankauf einer Gemeinschaftswährung zwischen den Bandbreiten kann beispielsweise aus der Sicht einer Schuldnerzentralbank wünschenswert sein, wenn diese ihre Verbindlichkeiten im Saldenausgleich vorzeitig mit der Gläubigerwährung begleichen möchte[22]; stimmt die Gläubigerzentralbank dem zu, so kann die Ausnahmeregelung angewendet werden, wie es auch tatsächlich einige Male geschehen ist[23, 24]. Eine Schuldnerzentralbank kann auf

[21] Nicht alle Zentralbanken, die am System beteiligt sind, müssen in jedem Einzelfall zustimmen. Vielmehr gilt dies nur für die Zentralbanken der Länder, deren Währungen direkt oder indirekt von einer unter die Ausnahmeregelung fallenden Transaktion betroffen sind oder betroffen werden können; das kann bilaterale — wenn nämlich nur eine weitere Währung berührt wird — oder auch multilaterale Absprachen — bei mehreren Betroffenen — bedeuten. Die Zustimmungspflicht der potentiell Betroffenen zur Anwendung von Ausnahmeregelungen gilt im übrigen sinngemäß auch für alle anderen im folgenden beschriebenen Ausnahmeregeln.

[22] Das Motiv für eine vorzeitige Rückzahlung ist meist die Ersparnis von Zinsen für den sehr kurzfristigen Kredit, den eine Schuldnerzentralbank in Form der Stundung der aus einer Intervention der Gläubigerzentralbank resultierenden Verpflichtungen bis zum Saldenausgleich erhält; diese Kredite müssen mit dem Durchschnitt der Diskontsätze der am System der Euro-Schlange beteiligten Länder verzinst werden, sind also relativ teuer.

[23] Eine weitere Möglichkeit des zwischenzeitlichen Ankaufs von Gläubigerwährungen durch die Schuldnerzentralbank stellt der Fall dar, daß die Wechselkursverhältnisse zwischen der ursprünglich „starken" und der „schwachen" Währung sich zwischen dem Zeitpunkt der „ersten" Intervention und dem des Saldenausgleichs umkehren würden. Daraus resultierte nunmehr auch ein genau umgekehrtes Gläubiger-Schuldner-Verhältnis mit entsprechend konträren Wirkungen. Letztlich würden diese aber die Effekte der ersten Intervention nur — teilweise oder ganz — aufheben; in einem etwa verbleibenden Netto-Umfang der Intervention bzw. des Saldenausgleichs würden jedoch unsere Ausführungen prinzipiell weiter gelten, so daß dieser Fall nicht als tatsächlicher Ausnahmefall zu betrachten ist und im weiteren vernachlässigt werden kann.

[24] Allerdings halten sich die Käufe von Gemeinschaftswährungen am Markt innerhalb des Zeitraums bis zum Saldenausgleich meist in relativ engen Gren-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

diese Weise sogar Gläubigerwährung in einer Höhe ansammeln, die über die Verpflichtung zum Saldenausgleich hinausgeht. Eine solche Nettoposition in Gläubigerwährung aufgrund von Interventionen zwischen den Bandbreiten ist allerdings auf die „working balances" begrenzt[25], d. h. auf sehr kleine Beträge, die als Prozentsatz des kurzfristigen Beistandssystems in der EWG ausgedrückt sind.

(2) Zwischenzeitlicher Ankauf von Gläubigerwährung gegen dritte Währung

Denkbar ist weiterhin, daß eine Zentralbank freiwillig Gläubigerwährung gegen dritte Währung, etwa US-Dollar, am Markt ankauft, um diese im Saldenausgleich einzusetzen. Auch dieser Fall bedarf jedoch der (bilateralen) Genehmigung der Währungsbehörden des Gläubigerlandes.

(3) Interventionen in dritter Währung

Mit dem Übergang zum Block-Floating hatten die EWG-Länder beschlossen, die Wechselkurse ihrer Währungen gemeinsam gegenüber dem Dollar und anderen Drittwährungen frei schwanken zu lassen. Das bedeutet, daß einerseits die seinerzeitige Verpflichtung in der Entschließung über die Bandbreitenverringerung vom März 1972 hinfällig geworden ist, „in US-Dollar (zu intervenieren), wenn der Kurs des Dollars auf dem betreffenden Devisenmarkt die nach den Vorschriften des internationalen Währungsfonds höchstzulässige Schwankungsbreite erreicht"[26]. Darüber hinaus ist eine Intervention in Dollar in der Regel nicht vorgesehen, sondern stellt einen Ausnahmefall dar, zu dem es einer Absprache unter den beteiligten Zentralbanken bedarf. Dieser Fall ist allerdings z. B. praktiziert worden, als Italien — zu einer Zeit, als die Lira noch Mitglied des europäischen Währungsblocks war — die Erlaubnis erhielt, zugunsten der Lira in Dollar statt in Gemeinschaftswährun-

---

zen, weil sie nur bei einer nachhaltigen Verbesserung der Kursrelationen zugunsten der Schuldnerwährung möglich sind; andernfalls würde diese wieder rasch an die obere Interventionsgrenze gelangen.

[25] „Die Ansammlung von Gemeinschaftswährungen seitens einzelner Zentralbanken, ohne sie in den periodischen Saldenausgleich einzubringen, bedarf der ausdrücklichen Zustimmung der betreffenden Zentralbank, die dadurch verhindern kann, daß ihre Währung zu einer Art Reservewährung wird." (G. *Jennemann,* Was bedeutet die Bandbreitenverringerung in der EWG?, a.a.O.)

[26] Entschließung des Rates vom 21. März 1972, a.a.O., S. D 339.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gen zu intervenieren[27]. Ein anderes Beispiel waren die Dollar-Interventionen zugunsten der D-Mark im Juli/August 1974[28]. Durch den Ankauf einer Gemeinschaftswährung gegen Dollar im Markt wird nun nicht nur eine Gemeinschaftswährung in Relation zum Dollar gestützt, sondern auch ihr Verhältnis zu den anderen am Block-Floating beteiligten Gemeinschaftswährungen positiv beeinflußt[29, 30]. Dollarinterventionen dienen also letztlich dazu, ansonsten notwendige Interventionen in Gemeinschaftswährungen — und damit einen entsprechenden Saldenausgleich — zu vermeiden[31].

c) Vorläufiges Fazit

Somit sind folgende für das Thema relevante Regel- und/oder Ausnahmefälle zu unterscheiden:

— Die Schuldnerzentralbank interveniert in Gläubigerwährung aus eigenen Beständen, so daß kein Saldenausgleich für diese Interventionen erforderlich ist; parallel interveniert die Gläubigerzentralbank, woraus sich eine entsprechende Saldenausgleichsverpflichtung für die Schuldnerzentralbank ergibt. Dieser Fall wird im folgenden „Regelfall I" oder „R I" genannt.

---

[27] Dabei hatten die italienischen Währungsbehörden allerdings darauf zu achten, daß diese Dollar-Interventionen nicht gleichzeitig Interventionen anderer EWG-Zentralbanken notwendig machten.

[28] Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Oktober 1974.

[29] Damit wird also letztlich das gesamte „Gemeinschaftsniveau" gegenüber dem Dollar verändert. Siehe dazu F. *Holzheu*, Zur Problematik der Bandbreiteneinengung ..., a.a.O., S. 176 ff.; vgl. auch die Ausführungen bei H. *Willgerodt* u. a., Wege und Irrwege ..., a.a.O., S. 176 f.

[30] Darüber hinaus ist es jedoch denkbar, daß Dollar-Interventionen konzertiert vorgenommen werden, um das „Gemeinschaftsniveau" gegenüber dem Dollar (und anderen sich am Dollar orientierenden Währungen) zu beeinflussen. Vgl. auch Fußnote 29.

[31] Diese Sonderregelung, die auf den ersten Blick nur die Interventionsseite betrifft, berührt also im Endeffekt indirekt auch die Seite des Saldenausgleichs. Der Nettoeffekt etwa der seinerzeitigen italienischen Intervention auf die italienischen Reserven war demnach ein Verlust an Dollar, statt eines Verlustes an Gemeinschaftswährungen oder eines generellen Verlustes an goldgebundenden und nicht-goldgebundenen Reserven (vgl. dazu auch die Bemerkungen bei Christian *Lutz*, Die europäische Währungsschlange, in: Außenwirtschaft, 29. Jg. (1974), Heft II, Juni 1974, S. 65). Die Sonderregelung bezüglich der Intervention läuft also letzten Endes auch auf eine Sonderregelung beim Saldenausgleich hinaus, auf eine Regelung nämlich, die einem Saldenausgleich nur in US-Dollar weitgehend entsprechen würde.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

— Die Schuldnerzentralbank verfügt nicht über Gläubigerwährung zur Intervention[32], sondern muß sich den benötigten Betrag kreditweise bei der Gläubigerzentralbank beschaffen. Dieser Betrag ist daher im Saldenausgleich zurückzuzahlen („Regelfall II" oder „R II"); hinzu kommt die aus der parallelen Intervention durch die Gläubigerzentralbank resultierende Saldenausgleichsverpflichtung wie im Falle R I.

— Die Schuldnerzentralbank erwirbt zwischenzeitlich Gläubigerwährung gegen eigene Währung am Markt zum Einsatz im Saldenausgleich („Ausnahmefall I" oder „A I").

— Die Schuldnerzentralbank erwirbt zwischenzeitlich Gläubigerwährung gegen dritte Währung am Markt zum Einsatz im Saldenausgleich („Ausnahmefall II" oder „A II").

— Die Schuldnerzentralbank interveniert in Drittwährung statt in Gemeinschaftswährung („Ausnahmefall III" oder „A III").

II. Wirkungen des Systems auf die internationale Geldversorgung

1. Begriffliche Abgrenzung

Es stellt sich zunächst die Frage, wie sich die Interventionen in den zitierten Regel- und Ausnahmefällen auf die internationale Geldversorgung in den betroffenen Gemeinschaftswährungen, d. h. auf die jeweilige „internationale Geldmenge" auswirken. Dabei wird unter „internationaler Geldmenge" die Gesamtheit von Bargeld und Guthaben in einer Währung verstanden, über die Nichtbanken oder Kreditinstitute außerhalb des Zentralbanksektors im Inland oder Ausland verfügen. Die internationale Geldmenge in diesem Sinne schließt also alles Geld außerhalb der Zentralbanken ein[33].

---

[32] Es werden hier lediglich die theoretischen Grenzfälle unterschieden. Außer acht gelassen wird dagegen die Möglichkeit eines gleichzeitigen Eintretens von R I und R II, daß also die Schuldnerzentralbank über gewisse, aber nicht ausreichende Bestände an Gläubigerwährung verfügt und daher nur teilweise in geborgter Gläubigerwährung interveniert; dieser Fall ist sicherlich ebenso häufig denkbar wie jeder der beiden Regelfälle. Die Beschränkung auf jene geschieht jedoch aus Gründen der einfacheren Darstellung; alle möglichen Kombinationen von R I und R II stellen lediglich Zwischenformen dar, die jedoch keine zusätzlichen Erkenntnisse bringen.

[33] Die hier gewählte Definition der internationalen Geldmenge ist — da sie auch das Bankensystem einbezieht — also vergleichsweise umfassender als die

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

2. *Wirkungen in den „Regelfällen"*

Die Wirkungen des Systems der Euro-Schlange auf die internationale Geldversorgung seien der einfacheren Darstellung halber zunächst anhand eines Zwei-Länder- bzw. Zwei-Währungen-Beispiels analysiert (II. 2 und II. 3); anschließend wird dann unter II. 4 erörtert, ob sich aufgrund der Multilateralisierung von Finanzierung und Saldenausgleich über den Europäischen Fonds seit April 1973 grundsätzliche Veränderungen ergeben haben.

Es wird angenommen, daß die Dänische Krone „schwach" wird, die Deutsche Mark dagegen so „stark", daß der EWG-Interventionsmechanismus in Kraft tritt, indem Dänenkronen (dkr) gegen Hingabe von D-Mark (DM) — in der Regel in beiden Ländern — aufgekauft werden. In Dänemark wird die eigene nationale Währung am Markt erworben, indem dafür DM am Markt abgegeben werden; ob diese aus den Reserven der dänischen Zentralbank entnommen (R I) oder aber auf dem Kreditwege von der deutschen Zentralbank beschafft werden (R II), ist für die Wirkung auf die internationale Geldversorgung gleichgültig[34]. In jedem Fall wird durch die dänische Intervention (I_{Daen}) die internationale Geldmenge in dkr ($GM_{int, dkr}$) verringert, diejenige in DM ($GM_{int, DM}$) vergrößert.

Auch in der Bundesrepublik wird die Krone verpflichtungsgemäß gestützt, d. h. von den Währungsbehörden erworben und (vorübergehend) in den Reservebestand genommen, wobei dafür zusätzliche DM-Einheiten in den internationalen Geldkreislauf gebracht werden. Durch die deutsche Intervention (I_{BRD}) werden also $GM_{int, DM}$ bzw. $GM_{int, dkr}$ analog zu den obigen Ausführungen beeinflußt, d. h. $GM_{int, DM}$ vergrößert, $GM_{int, dkr}$ verringert.

Diese Wirkungen werden durch den vorgeschriebenen Saldenausgleich normalerweise nicht verändert, da es sich beim Saldenausgleich um eine

---

verschiedenen üblicherweise verwendeten „Geldmengen"-Begriffe, bei denen lediglich der Nichtbankensektor berücksichtigt wird. — Zum Zusammenhang zwischen Veränderungen der internationalen Geldmenge und der nationalen Geldversorgung siehe III. 1.

[34] Die zur Intervention verwendete D-Mark-Menge könnte theoretisch durch Zukauf gegen Hingabe dritter Währungen vergrößert werden, was jedoch einen zusätzlichen Kurssteigerungseffekt für die DM hervorrufen würde und damit der Absicht der Verringerung der Kursdifferenz im Verhältnis Krone/D-Mark zuwiderlaufen würde. Dieser Fall wid daher im folgenden außer acht gelassen

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Transaktion ausschließlich zwischen den beteiligten Zentralbanken handelt. Weder bei vollem Ausgleich mit DM aus (vorhandenen)[35] Reserven der dänischen Zentralbank noch bei vollem Ausgleich mit anderen vorhandenen Reserven[36] werden $GM_{int, DM}$ oder $GM_{int, dkr}$ durch den Saldenausgleich selbst beeinflußt. Die Effekte der reinen Interventionen bleiben daher unverändert bestehen.

3. Wirkungen der Ausnahmeregeln

a) Ausnahmefall I

Kann eine Schuldnerzentralbank zwischen dem Zeitpunkt der Intervention und dem des Saldenausgleichs Gläubigerwährung gegen eigene Währung (in der Regel zwischen den Bandbreiten) ankaufen, um sie der Gläubigerzentralbank im Saldenausgleich zu erstatten, so verändert dies die Nettowirkung des gesamten Prozesses von Interventionen und Saldenausgleich beträchtlich. Hinsichtlich des Ausmaßes dieser Wirkungen sind nun aber — anders als unter 2. — die beiden Regelfälle I und II zu unterscheiden.

(1) Kombination von R I und A I

Hatte die Schuldnerzentralbank gemäß R I in Gläubigerwährung aus eigenen Beständen interveniert, so beschränkt sich ihre Verpflichtung zum Saldenausgleich auf den Umfang der im Zuge von I_{BRD} ausgegebenen DM, die sie sich nun gemäß A I durch Ankauf am Markt „zurückbeschafft". Sie reduziert dadurch $GM_{int, DM}$ in genau dem Umfang, wie sie ursprünglich im Zuge von I_{BRD} vergrößert worden war. Für $GM_{int, dkr}$ gilt prinzipiell das Umgekehrte[37]. Somit werden nunmehr die Wirkungen von I_{BRD} auf die internationale Geldversorgung in DM und dkr vollständig rückgängig gemacht. Es verbleiben jedoch die Konsequenzen

[35] Vorhanden bereits zum Zeitpunkt der Intervention. Diesem „reinen" Regelfall I wird unten die Kombination von R I und A I gegenübergestellt, also der Fall, daß zwar gemäß R I in Gläubigerwährung ausgeglichen wird, diese jedoch zwischenzeitlich am Markt angekauft wird.

[36] Es werden hier wieder nur die beiden theoretischen Grenzfälle untersucht. Die Ausführungen in Fußnote 32 gelten sinngemäß.

[37] Gewisse Differenzen werden sich daraus ergeben, daß die DM zu einem niedrigeren Kurs als den ursprünglichen Stützungskurs angekauft wird. Die durch den „Rückkauf" durch die dänische Zentralbank zusätzlich geschaffene dkr-Menge ist also geringfügig kleiner als die seinerzeit von der deutschen Zentralbank aus dem Markt genommene dkr-Menge. Diese Differenzen werden jedoch im folgenden als unbedeutend vernachlässigt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der seinerzeitigen dänischen Intervention. Der gesamte Nettoeffekt auf die internationale Geldversorgung in DM ist also um ΔGM_{DM} (I_{BRD}) geringer als in den Regelfällen.

(2) Kombinationen von R II und A I

Mußte sich die dänische Zentralbank gemäß R II die zur Intervention in Dänemark benötigten DM von der deutschen Zentralbank leihen, so hat sie grundsätzlich DM in der Gesamthöhe der beiden Interventionen zurückzuerstatten. Erwirbt sie diesen DM-Betrag nun gemäß A I in der Zwischenzeit gegen dkr am Markt, so verringert sich dadurch $GM_{int, DM}$ in einem Umfang, der der Summe der seinerzeitigen Wirkungen von I_{Daen} und I_{BRD} entspricht[38]. Die Nettowirkung des gesamten Prozesses von Intervention und Saldenausgleich auf die internationale Geldversorgung in DM ist in diesem Fall letztlich Null; $GM_{int, DM}$ ist also nur vorübergehend, nicht aber per Saldo beeinflußt worden. Das gleiche gilt für $GM_{int, dkr}$[39]; auch die internationale dkr-Geldmenge ist nach Ablauf des gesamten Prozesses ceteris paribus[40] wieder auf dem Stand angelangt wie vor den Interventionen und dem Saldenausgleich. Die Finanzierung des Saldenausgleichs gemäß A I hat in diesem Fall die Wirkung der Interventionen vollständig rückgängig gemacht[41].

b) Ausnahmefall II

Erwirbt die dänische Zentralbank den benötigten DM-Betrag gegen dritte Währung, z. B. gegen US-Dollar, so gelten bezüglich $GM_{int, DM}$ die oben unter a) geschilderten Effekte unverändert, und zwar sowohl für R I wie für R II[42]. Jedoch wird im Gegensatz zu a) die umlaufende dkr-Menge nicht wieder erhöht, die Verringerung von $GM_{int, dkr}$ aufgrund von I_{BRD} wie I_{Daen} bleibt also bestehen. Demnach ist das Ergebnis des gesamten Prozesses im Falle A II für $GM_{int, DM}$ das gleiche wie im Ausnahmefall I, für $GM_{int, dkr}$ das gleiche wie in den Regelfällen.

[38] Fußnote 37 gilt entsprechend.

[39] Fußnote 37 gilt sinngemäß auch hier.

[40] Also auch unter Vernachlässigung möglicher time-lag-Effekte; siehe dazu III. 3.

[41] Dieser Fall dürfte jedoch in der Realität sehr selten gegeben sein. Siehe die skeptischen Bemerkungen in O. V., Mit der Währungsunion in die Inflationsgemeinschaft?, RWI-Konjunkturbrief, September 1972/5, S. 3; vgl. auch oben unsere Ausführungen in Fußnote 15.

[42] Verändert wird allerdings die international umlaufende Geldmenge in der betreffenden Drittwährung, die durch den dänischen „Zukauf" wächst; die Wirkungen in diesem Bereich bleiben jedoch in der vorliegenden Abhandlung, die sich lediglich mit den EWG-Währungen befaßt, außer Betracht.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

c) Ausnahmefall III

Wird zugunsten einer „schwachen" Gemeinschaftswährung nicht in einer anderen, „starken" Gemeinschaftswährung interveniert, sondern stattdessen z. B. in US-Dollar, so entfallen natürlich sämtliche Wirkungen, die durch die Intervention und den Saldenausgleich bezüglich des Geldumlaufs der starken Gemeinschaftswährung DM in den Regelfällen oder in den Ausnahmefällen I und II eingetreten sind[43]. Bezüglich des Geldumlaufs in starker Währung tritt also im Falle A III überhaupt keine Veränderung ein. Hinsichtlich der schwachen Währung dkr erfolgt eine Veränderung gegenüber den Regelfällen dadurch, daß nur die Zentralbank des Landes mit der stützungsbedürftigen Währung interveniert. Da statt paralleler Interventionen in (mindestens) zwei Ländern nunmehr Interventionen nur in einem Land erfolgen, könnte die Wirkung auf den internationalen Geldumlauf in dkr geringer sein. Ob dies allerdings eintreten wird, hängt von dem Umfang der zur Stützung von dkr notwendigen Dollarabgaben bzw. dkr-Ankäufe ab. Es ist durchaus denkbar, daß diese genau so hoch oder sogar noch höher sein können als der Gesamteffekt in den Regelfällen.

4. Konsequenzen der Multilateralisierung über den Europäischen Fonds

Seit April 1973 werden die Interventionen und der Saldenausgleich unter wesentlicher Einschaltung des „Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit" durchgeführt. Der Fonds soll insbesondere „die für das einwandfreie Funktionieren des in der Gemeinschaft eingeführten Devisensystems erforderliche Konzertation sowie den Ausgleich der aus den Interventionen in Gemeinschaftswährungen entstehenden Salden ... erleichtern, und einen Finanzierungsmechanismus ... handhaben, der den ... kurzfristigen Währungsbeistand und das ... System der sehr kurzfristigen Finanzierung[44] umfaßt"[45]. Der Fonds erfüllt damit eine Funktion als zentrale Verrechnungsstelle, die innerhalb eines

---

[43] Dagegen würde wiederum der internationale Geldumlauf in Dollar entsprechend beeinflußt; vgl. dazu die Bemerkungen in Fußnote 42.

[44] Gemeint ist damit die Überbrückung des Zeitraums zwischen Intervention und Saldenausgleich.

[45] Verordnung zur Errichtung eines Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit, vom Rat der Europäischen Gemeinschaften am 3. April 1973 genehmigt, abgedruckt in: Europa-Archiv, 28. Jahrgang (1973), Folge 8, S. D 182.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Abrechnungszeitraums entstehende Guthaben und Schulden eines Landes saldieren bzw. ausgleichen kann[46]. Außerdem verwaltet er im Rahmen des Systems des kurzfristigen Währungsbeistandes die von anderen Notenbanken kreditweise bereitgestellten Mittel.

Die Tatsache, daß mit dem Europäischen Fonds eine zentrale „Buchführungsstelle" eingerichtet worden ist, bedeutet jedoch nicht, daß die oben im Zwei-Länder- bzw. Zwei-Währungen-Modell analysierten Wirkungen zwangsläufig hinfällig würden. Zum einen beeinflußt nämlich die Einrichtung des Fonds als einer gemeinsamen Verrechnungsstelle in keiner Weise die Art der Verpflichtung zur Intervention sowie die Wirkungen der Interventionen selbst auf $GM_{int, DM}$ und $GM_{int, dkr}$[47]. Die Effekte sind prinzipiell mit den unter II. 2. geschilderten identisch.

Auch die Tatsache, daß im multilateralen Fall die Forderungen und Verbindlichkeiten nicht mehr in der ursprünglichen Gläubigerwährung bestehen und abgerechnet werden, sondern in europäischen Rechnungseinheiten denominiert sind, bedeutet keine grundsätzlich neuen Ergebnisse. Hiervon unberührt bleibt nämlich die Regel, daß eine Schuldnerzentralbank ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem Europäischen Fonds primär in der Gläubigerwährung zurückzuzahlen hat, die zur Intervention verwendet worden ist. Verfügt die Schuldnerzentralbank über derartige Bestände an Gläubigerwährung — also im obigen Beispiel DM — oder gleicht sie in anderen, goldgebundenen und nichtgoldgebundenen Reserven aus, so sind die Wirkungen hinsichtlich $GM_{int, DM}$ und $GM_{int, dkr}$ mit den oben unter 2. geschilderten identisch. Beschafft sie sich die Gläubigerwährung gemäß A I, so liegen die Ergebnisse aus Abschnitt 3. vor. Auch der — in der Realität durchaus häufige — Fall, daß eine Schuldnerzentralbank noch innerhalb des Zeitraums zwischen der „ersten" Intervention und dem daraus folgenden Saldenausgleich ihre Rolle wechseln kann, indem sie selbst eine andere, dritte[48], Gemeinschaftswährung stützt und dadurch zur Gläubigerzentralbank wird, stellt keine wesent-

---

[46] Durch die Multilateralisierung kann sich also insgesamt eine Verminderung des Bedarfs an Währungsreserven ergeben. Siehe W. M. *Corden*, Monetary Integration, Essays in International Finance, No. 73, Princeton 1972; vgl. auch F. *Holzheu*, Zur Problematik der Bandbreiteneinengung ..., a.a.O., S. 183.

[47] Vgl. auch Christian *Lutz*, Nachruf auf die europäische Währungsschlange, in: Europa-Archiv, 29. Jg. (1974), Folge 9, S. 288.

[48] Der bilaterale Fall, daß sich das ursprüngliche Gläubiger-Schuldner-Verhältnis genau umgekehrt, war ja bereits diskutiert worden. S. o. Fußnote 23.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

liche Komplikation dar. Es werden lediglich die z. B. für eine ursprüngliche Schuldnerzentralbank bestehenden Verpflichtungen gegenüber dem Fonds um die Forderungen ermäßigt, die diese Zentralbank aufgrund der Stützungsaktion zugunsten einer dritten Gemeinschaftswährung gegenüber dem Fonds erwirbt, so daß nurmehr der evtl. verbleibende Restbetrag im Saldenausgleich abzurechnen wäre[49]. Hierbei könnte die Schuldnerzentralbank jedoch die ursprüngliche Gläubigerwährung verwenden oder auf ihre anderen Reserven zurückgreifen. Die internationalen Geldmengen würden dadurch wiederum nur in den Ausnahmefällen I oder II beeinflußt; für den Ausnahmefall III gelten die Ausführungen unter II. 3. unverändert.

Schließlich verändert auch die Verwaltung der von anderen Notenbanken ggf. auf dem Kreditwege bereitgestellten Mittel durch den Fonds die Wirkungen auf die umlaufenden Geldmengen nicht, da gegenüber dem bilateralen Fall lediglich ein Gläubigertausch stattfindet.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß sich aus der Multilateralisierung in der Praxis zwar verrechnungstechnische Saldierungen ergeben, jedoch keine grundsätzlich neuen Gesichtspunkte. Der Mehr-Länder- bzw. Mehr-Währungen-Fall stellt letztlich nichts anderes dar als eine Addition mehrerer hintereinander ablaufender bilateraler Fälle, so daß die oben am bilateralen Modell abgeleiteten Aussagen über die internationale Geldversorgung auch im multilateralen Fall der Praxis prinzipiell unverändert weiter gelten.

5. Zusammenfassung

Es ist deutlich geworden, wie das System der Euro-Schlange die internationalen Geldmengen in den beiden jeweils von der Interventions- bzw. Stützungspflicht betroffenen Währungen beeinflussen kann; dabei macht es prinzipiell keinen Unterschied, ob die Wirkungen im „einfachen" bilateralen Modell betrachtet werden, oder ob die in der Praxis erfolgende Multilateralisierung bei der Finanzierung der Interventionen und der Abwicklung des Saldenausgleichs über den Europäischen Fonds berücksichtigt wird.

---

[49] Entsprechend verringert würde natürlich auch die gegebenenfalls — nämlich beim Saldenausgleich entsprechend der Struktur der Währungsreserven des Schuldnerlandes — eintretende Nivellierungswirkung auf die Struktur der Währungsreserven der verschiedenen Gemeinschaftsländer, vgl. oben Fußnote 17.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

So wird durch die Interventionen die Geldmenge in starker Währung expansiv beeinflußt, ein Resultat, das im Regelfall auch durch den Saldenausgleich nicht rückgängig gemacht wird. Umgekehrt wird die umlaufende Menge in schwacher Währung eingeschränkt, also ein Verknappungseffekt hervorgerufen, der ebenfalls durch den Saldenausgleich regelmäßig unberührt gelassen wird. (Zu den Auswirkungen auf die binnenländische Geldversorgung und die währungspolitischen Konsequenzen s. u. III.)

Anders ist es jedoch, wenn Ausnahmeregelungen angewendet werden, insbesondere wenn die Schuldnerzentralbank zwischenzeitlich Gläubigerwährung am Markt zum Einsatz im Saldenausgleich ankaufen kann. In diesem Falle ist es möglich, daß die expansiven bzw. kontraktiven Wirkungen, die sich aus den Interventionsvorschriften zunächst ergeben, nachträglich rückgängig gemacht werden. Dabei kann sich — je nach Art der Finanzierung der ursprünglichen Interventionen und je nach Art der Finanzierung des zwischenzeitlichen Ankaufs der Gläubigerwährung — per Saldo entweder

— eine teilweise, jedoch parallele Reduzierung der Effekte in Gläubiger- und Schuldnerwährung (R I + A I),

— eine vollständige Rückführung der Geldmengen sowohl in Gläubiger- als auch Schuldnerwährung (R II + A II),

— eine Rückgängigmachung der ursprünglichen Interventionseffekte, jedoch in unterschiedlichem Ausmaß hinsichtlich der Gläubiger- und der Schuldnerwährung (A II),

— eine bereits im Zuge der Interventionen ausschließlich auf die schwache Gemeinschaftswährung beschränkte Wirkung (A III)

ergeben.

Letztlich entspricht also das System der Euro-Schlange in seinen monetären Wirkungen im Prinzip den bekannten Systemen fester Wechselkurse[50], und diese Wirkungen werden auch durch den Saldenausgleich — genauer: durch die Art seiner Finanzierung — nur in bestimmten Ausnahmefällen rückgängig gemacht.

Einige währungspolitische Konsequenzen und Probleme der oben herausgearbeiteten Ergebnisse werden im folgenden angesprochen.

[50] Man könnte in gewissem Sinne von einem abgewandelten „Bretton-Woods-System im kleinen, im europäischen Rahmen" sprechen. Vgl. Hans *Möller*, Das Ende einer Weltwährungsordnung?, München 1972, S. 81.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

III. Währungspolitische Konsequenzen

1. Internationale Geldmenge und binnenländische Geldversorgung

Aus den Ausführungen unter II. ist deutlich geworden, daß das System der Euro-Schlange sehr unterschiedliche Auswirkungen auf die internationale Geldversorgung in starken und/oder schwachen Gemeinschaftswährungen haben kann. In den meisten Fällen verbleiben auch nach der Finanzierung des Saldenausgleichs nicht unerhebliche expansive oder kontraktive Nettoeffekte auf den internationalen Geldumlauf in den betroffenen Währungen; diese werden im folgenden Abschnitt als die „reinen Netto-Liquiditäts-Effekte" bezeichnet. In einigen Fällen treten (außerdem) zwischenzeitlich Liquidisierungs- bzw. Liquiditätsentzugseffekte auf, die jedoch durch die Art der Finanzierung des Saldenausgleichs wieder rückgängig gemacht werden; in diesen Fällen soll von „time-lag-Effekten" gesprochen werden.

Für den nationalen Währungspolitiker ergibt sich nun die Frage nach der Relevanz der oben geschilderten Wirkungen für seine primär binnenwirtschaftlich ausgerichteten Entscheidungen. Es geht also um den Einfluß von Veränderungen der internationalen Geldmenge (in einer nationalen Währung) auf die inländische Geldversorgung (in derselben Währung). Grundsätzlich ist der „inländische" Geldkreislauf — bei festen Wechselkursen — überaus eng mit dem „ausländischen" Kreislauf verbunden, wenn ein internationaler Kapitalverkehr möglich ist. Im Extremfall absolut ungehinderter Kapitalströme wäre eine vollständige Interdependenz zwischen der Geldversorgung in einem Land und derjenigen in allen anderen Ländern gegeben; die Autonomie der nationalen Geldpolitik wäre gleich null, da jede relative Abweichung eines Landes vom internationalen Gleichschritt der Geldpolitik durch die Wirkungen des „monetären Ausgleichstheorems"[51] korrigiert würde.

In der Realität bestehen aber in fast allen Ländern mehr oder minder strenge Barrieren gegen Kapitalimporte und/oder -exporte aus dem bzw. in das Ausland. Es ist damit jedoch nicht gesagt, daß man bezüglich ein und derselben Währung in eine „internationale" Geldmenge und eine „inländische" Geldmenge differenzieren kann, wie man es beispielsweise nach der geläufigen Unterscheidung in „inländisches Zinsniveau" und „Euro-Zinsniveau" vermuten könnte.

---

[51] Vgl. dazu etwa Alfred *Bosch* und Reinhold *Veit*, Theorie der Geldpolitik, Wirtschaftswissenschaftliche und wirtschaftsrechtliche Untersuchungen des Walter-*Eucken*-Instituts Freiburg i. Br., Nr. 3, Tübingen 1966, insbes. S. 12 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Nehmen wir etwa den Fall der Wirkungen des Systems der Euro-Schlange auf die „internationale" Geldmenge in DM (die folgenden Ausführungen gelten dabei sowohl hinsichtlich der Netto-Liquiditäts-Wirkungen wie hinsichtlich der time-lag-Effekte), so wäre zu einer geldpolitisch relevanten Unterscheidung in eine „internationale" und eine „inländische" Geldmenge eine strikte Trennung zwischen den beiden Geldkreisläufen erforderlich.

Um eine sinnvolle Unterscheidung zwischen einer „inländischen" und einer „ausländischen" oder „internationalen" Geldmenge vornehmen zu können, wären jedoch wirksame administrative Barrieren (oder aber flexible Wechselkurse) notwendig, die eine wechselseitige Beeinflussung der beiden Teil-Geldmengen unterbinden würden. Aber auch dies wäre noch keine hinreichende Bedingung für einen getrennten „ausländischen" Geldumlauf in inländischer Währung. Dazu wäre vielmehr noch erforderlich, daß die betreffende Währung in starkem Umfang als internationales Zahlungsmittel verwendet würde[52], so daß sich tatsächlich ein weitgehend unabhängiger Geldumlauf in dieser Währung außerhalb des ursprünglichen nationalen Währungsgebiets herausbilden könnte. Diese Bedingungen waren beispielsweise für den US-Dollar jahrelang erfüllt, als die Zinsausgleichsteuer den inneramerikanischen Geld- und Kapitalmarkt vom Euro-Dollar-Markt bzw. den übrigen „non-resident-currency-markets"[53] abschirmte und gleichzeitig der Dollar als internationales Zahlungsmittel dominierte; hier konnte tatsächlich von einem „ausländischen" Dollar-Kreislauf gesprochen werden, der zwar nicht völlig, jedoch weitgehend vom inneramerikanischen Geldkreislauf isoliert war[54].

Für die Währungen der Europäischen Gemeinschaft läßt sich allerdings Entsprechendes nicht konstatieren[55]. Jeder (nennenswerte) Betrag in die-

---

[52] Denn ansonsten würde kein Devisenausländer Interesse haben, die betreffende Währung zu einer Anlage bzw. Verwendung außerhalb des originären Währungsgebietes zu erwerben. Wäre ihm eine lohnende Anlage dieser Währung im betreffenden Inland nicht möglich, so würde er natürlich diese Währung nur erwerben wollen, wenn ihm eine entsprechend profitable Anlage — sei es unter Zinsaspekten, sei es unter währungsspekulativen Gesichtspunkten — im „Ausland" möglich wäre.

[53] Vgl. Helmut *Lipfert*, Einführung in die Währungspolitik, 8. verbesserte und ergänzte Auflage, München 1974, S. 108 ff.

[54] Vgl. hierzu etwa Franz E. *Aschinger*, Das Währungssystem des Westens, Frankfurt a. M. 1971, S. 140 ff.

[55] *Holzheu* spricht von einer „merklichen Substitutionslücke" zwischen den EWG-Währungen und dem Dollar hinsichtlich der Verwendbarkeit als inter-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sen Währungen, der dem privaten Sektor im „Ausland" zufließt, wandert aus Gründen der Verzinsung innerhalb allerkürzester Zeit in das ursprüngliche Währungsgebiet zurück[56]. Sofern nämlich die betreffende Währung nicht (wie oben für den Dollar beispielhaft geschildert) ein gewisses „Eigenleben" außerhalb ihres Ursprungsgebietes führt und daher auch nicht im „Ausland" ertragbringend angelegt werden kann, wird jeder Devisenausländer — ob Privatmann, Unternehmen oder Kreditinstitut — bestrebt sein, diese Währung dorthin zu transferieren, wo sie verzinslich angelegt werden kann[57]; dies gilt auch dann, wenn er diese Währung aus spekulativen Gründen hält. Ein dänischer Besitzer von DM etwa, der diese aufgrund von Interventionen der dänischen Zentralbank gegen dkr erworben hat, dürfte keinerlei Grund haben, sie nicht — sofern keine gesetzlichen Hemmnisse bestehen[58] — einem deutschen Kreditinstitut gegen Zinszahlung zu überlassen, es sei denn, er kann diesen Ertrag auch bei einer Anlage bei einer anderen, z. B. dänischen oder Londoner Bank erzielen. Diese Bank aber wird wiederum nur bereit sein, ihm Zinsen zu zahlen, wenn sie selbst (höhere) Erträge für die Depositen erwirtschaften kann; aus diesem Grunde wird das letzte „ausländische" Glied der Kette die DM in die BRD — d. h. zu einem dort ansässigen Kreditinstitut — transferieren. Nicht nur die Interventionen im „Inland", sondern auch diejenigen im „Ausland" führen also dazu, daß sich

---

nationales privates Kassenhaltungs- und Schuldenbemessungsmedium (F. *Holzheu*, Zur Problematik der Bandbreiteneinengung . . . , a.a.O., S. 187).

[56] Dem widerspricht nicht die Tatsache, daß sich ein Euro-Markt in DM in einer Größenordnung von mehr als 30 Mrd. Dollar Gegenwert herausgebildet hat. Anders nämlich als der Euro-Dollar-Markt, der als Quelle (und als Ausdruck) eines weitgehend autonomen internationalen Geldkreislaufs zu betrachten ist (Ursache: die Leitwährungsfunktion des Dollars), könnte man den Euro-DM-Markt gewissermaßen als „Durchlauf-" bzw. „Sammelbecken" von außerhalb des ursprünglichen Währungsgebiets (BRD) vorübergehend verfügbarer DM-Liquidität ansehen (dabei wird von der — durchaus realistischen — Möglichkeit einer wachsenden internationalen Reservehaltung in DM abstrahiert). Diese im „Ausland" gehaltene Liquidität ermöglicht zwar eine freizügige internationale Kreditgewährung in DM außerhalb der BRD, doch geschieht dies letztlich — zumindest zum größten Teil — zum Zwecke der Anlage bzw. des Kaufs in der BRD. Auf keinen Fall aber kann behauptet werden, daß der Euro-DM-Markt in nennenswertem Umfang aus Interventionen im System der Euro-Schlange alimentiert worden sei.

[57] Es wird unterstellt, daß der „Ausländer" sich zinsbewußt verhält, also die Währung nicht unter Inkaufnahme von Zinsverlust hortet.

[58] Vgl. z. B. das seit einiger Zeit in der BRD bestehende Verzinsungsverbot und die besonderen Mindestreservebestimmungen für Einlagen von Gebietsfremden sowie das Bardepotgesetz.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die Einlagen bei deutschen Kreditinstituten (und damit deren freie Liquiditätsreserven[59]) nach kurzer Zeit erhöhen.

Für den Stabilitätspolitiker letztlich entscheidend ist jedoch, ob sich dies in einer Erhöhung der inländischen Liquidität niederschlägt. Eine Erhöhung der Einlagen von ausländischen Kreditinstituten wird die betreffende Bank normalerweise veranlassen, ihre Kreditgewährung an Banken und/oder Nichtbanken auszuweiten. Zwar wären die Wirkungen auf die inländische Geldmenge[60] durchaus verschieden, doch würde in beiden Fällen der Liquiditätsspielraum des privaten Sektors erhöht. Für die weiteren Ausführungen wird daher vereinfachend angenommen, daß sich als Folge der aus dem Ausland zufließenden Gelder die inländische Kreditgewährung an Nichtbanken und damit die inländische Geldmenge in entsprechendem Maße ausweitet.

Jede Erhöhung der „internationalen" Geldmenge hinsichtlich einer starken Gemeinschaftswährung schlägt demnach in vollem Umfang auf die „inländische" Geldmenge durch; diese Aussage gilt vice versa für eine Verringerung der „internationalen" Geldmenge im Falle einer schwachen Gemeinschaftswährung. Es kann infolgedessen festgestellt werden, daß die oben unter II, skizzierten Veränderungen der internationalen Geldversorgung in Gemeinschaftswährungen, die sich aus dem System der Euro-Schlange ergeben können, für die nationale Geldversorgung voll wirksam werden[61].

2. *Der Netto-Liquiditäts-Aspekt*

a) Grundsätzliche Überlegungen

Unter dem Gesichtspunkt der Liquiditätsversorgung einer Volkswirtschaft interessieren von den oben analysierten Fällen primär alle die-

[59] Vgl. etwa: Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven der Banken, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1974, S. 17 und S. 20.

[60] Dabei wäre es für die folgenden Überlegungen zweitrangig, welches der üblichen Geldmengen-Konzepte — also ob M 1, $M\,1_a$ oder M 2 — zugrundegelegt würde. Entscheidend wäre allein, daß in der jeweiligen Geldmenge die aus dem „Ausland" ins „Inland" einfließenden Gelder berücksichtigt wären. Wahrscheinlich dürfte etwa sein, daß relativ kurzfristige Anlageformen gewählt würden, so daß M 1 oder $M\,1_a$ adäquate Geldmengenkonzepte wären.

[61] Dies scheint auch die Bundesbank — allerdings nur in indirekter Form — in ihrem Jahresbericht für 1973 zuzugeben: „Die Befreiung der Bundesbank von der Interventionsverpflichtung ... gegenüber dem Französischen Franc bremste den Inflationsimport auf dem Wege über Geldzuflüsse aus dem Ausland und schuf damit die Basis einer stabilitätsorientierten Geldpolitik im Inland" (S. 22).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

jenigen, bei denen nach Ablauf des gesamten Prozesses (von Interventionen plus Saldenausgleich) ein Netto-Effekt positiver oder negativer Art verbleibt, bei denen also die inländische Geldversorgung in starken und/oder schwachen Währungen per Saldo durch den gesamten Prozeß verändert wird. Dies gilt, wie oben ausgeführt, für die Regelfälle sowie für die Fälle R I + A I, A II und A III.

Eine Veränderung der Geldversorgung bedeutet grundsätzlich ein expansives (bei Expansion der Geldmenge) bzw. ein kontraktives (bei Reduktion der Geldmenge) Finanzierungspotential. Daß dabei durchaus geldpolitisch bedeutsame Größenordnungen erreicht werden können, hat sich in den beiden letzten Jahren gezeigt. So mußte die Bundesbank beispielsweise allein im Juni/Juli 1973 Interventionen zugunsten anderer Währungen in Höhe von rd. 6 Mrd. DM vornehmen[62]; im April/Mai 1974 kam es aufgrund von Interventionen erneut zu Devisenzuflüssen von über 5 Mrd. DM, im Juli/August dagegen zu interventionsbedingten Devisenabflüssen von knapp 2 Mrd. DM[63]. Unter welchen Bedingungen nun aus derartigen Liquiditätsveränderungen tatsächlich inflationäre bzw. deflationäre Wirkungen resultieren, kann an dieser Stelle nicht untersucht werden. Es wird vielmehr vereinfachend unterstellt, daß eine Vergrößerung der Geldmenge expansiv (bzw. inflationär), eine Verkleinerung kontraktiv (bzw. deflationär) wirkt[64]. Unter diesen Voraussetzungen soll im folgenden versucht werden, eine Bewertung der monetären Wirkungen[65] des Systems der Euro-Schlange aus der Sicht der währungspolitischen Instanzen vorzunehmen.

---

[62] Ebenda, S. 20.

[63] Siehe Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1974, S. 12, und Juli 1974, S. 9, sowie Otmar *Emminger*, Aktuelle Fragen der inneren und äußeren Währungspolitik, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 57 vom 9. 9. 1974, S. 3.

[64] Vgl. dazu auch Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, September 1972, S. 12: „Eine zu reichliche Ausstattung der Wirtschaft und der Privaten mit Liquidität wirkt von sich aus stimulierend auf die Nachfrageentscheidungen, wie eng oder lose auch immer in einer Volkswirtschaft die Beziehungen zwischen Geldvolumen und Endnachfrage gestaltet sein mögen."

[65] Dabei beschränken sich die folgenden Ausführungen auf die primären Wirkungen, also die Veränderungen der Geldbestände, „wie sie mit Devisenzugängen zu den Nichtbanken und deren Übertragung auf das Bankensystem" verbunden sind (Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, September 1972, S. 11). Sekundäre Wirkungen, nämlich eine mögliche weitere Ausdehnung bzw. Verringerung der Kreditexpansion auf der Basis der primären Veränderungen, werden dagegen außer acht gelassen.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

b) Beurteilung der Netto-Liquiditätswirkungen

In allen hier interessierenden Fällen treten durch die Interventionen und/oder die Finanzierung des Saldenausgleichs Veränderungen der inländischen Geldversorgung in den betroffenen Währungen und damit (gemäß unserer Annahme) expansive bzw. kontraktive Wirkungen auf. Aus der Sicht der währungspolitischen Instanzen der betreffenden Länder stellen diese prinzipiell unkontrollierbare Faktoren dar, die ihre währungspolitische, insbesondere geldpolitische Strategie zu stören geeignet sind. Unter diesem Gesichtspunkt könnte man grundsätzlich alle Netto-Wirkungen als unerwünscht ansehen und versuchen, sie durch geeignete währungspolitische Maßnahmen zu verhindern oder wenigstens zu kompensieren (vgl. dazu 4.).

Ergiebiger erscheint jedoch eine differenziertere Betrachtung, wonach die Netto-Wirkungen unter bestimmten Voraussetzungen störend, unter anderem jedoch möglicherweise durchaus erwünscht sein könnten[66].

(1) Es sei angenommen, daß in dem Land mit der starken Währung eine restriktive Geldpolitik betrieben wird, z. B. im Zuge einer allgemeinen Stabilisierungspolitik im Interesse der Geldwertstabilität. Dieser Fall dürfte durchaus häufig zu einer vergleichsweise „starken" Währung führen, da dadurch ceteris paribus grundsätzlich sowohl

— eine Aktivierungstendenz der Bilanz der laufenden Posten als auch
— eine Aktivierungstendenz der Kapitalbilanz aufgrund zinsinduzierter Kapitalbewegungen als auch
— eine Aktivierungstendenz der Kapitalbilanz aufgrund spekulativer Kapitalbewegungen hervorgerufen werden können.

Die drei hauptsächlichen Ursachen, die den Kurs einer Währung an den unteren Interventionspunkt stoßen lassen können, träfen hier zusammen.

---

[66] Nicht Gegenstand der folgenden Betrachtungen ist dagegen die Frage, wie die potentiell inflationären bzw. deflationären Effekte für das System „als ganzes" bzw. für die Gesamtheit der am System beteiligten Länder zu beurteilen sind. Siehe dazu etwa H. C. *Binswanger*, Das Deviseninterventionssystem der EWG, a.a.O., S. 53 ff., ähnlich Alfred *Müller-Armack*/Rolf *Hasse*/Volker *Merx*/Joachim *Starbatty*, Stabilität in Europa. Strategien und Institutionen für eine europäische Stabilitätsgemeinschaft, Schriftenreihe der Ludwig *Erhard*-Stiftung, Bd. 1, Düsseldorf/Wien 1971, S. 146 f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Aus der Sicht dieses Landes dürfte eine expansive Wirkung in der Regel unerwünscht erscheinen, da sie eine Durchkreuzung seiner geldpolitischen Strategie darstellte. Lediglich in dem Sonderfall, daß die währungspolitischen Instanzen eine gewisse Lockerung der Geldpolitik für angebracht halten, jedoch aus psychologischen Gründen ihre Restriktionslinie nicht aufgeben wollen (Gefahr einer Signalwirkung), könnte ihnen der expansive Effekt willkommen sein.

(2) Ähnliche Schlußfolgerungen gelten prinzipiell für den Fall, daß im Land mit der starken Währung eine „neutrale" Geldpolitik betrieben wird, also weder eine bewußt restriktive noch bewußt expansive Politik. Eine expandierende Geldmenge dürfte hier ebenfalls normalerweise unerwünscht sein, da sie einen Inflationsstoß hervorrufen könnte. Eine andere Beurteilung wäre allenfalls dann möglich, wenn — etwa aus Beschäftigungsgründen — ein expansiver Effekt geboten erschiene.

(3) Schließlich ist theoretisch möglich — wenn auch normalerweise unwahrscheinlicher —, daß in dem Land mit der starken Währung eine expansive Geldpolitik betrieben wird; hier könnten die Interventionen auf spekulative Momente zurückzuführen sein. Nunmehr sind die aus Interventionen bzw. Saldenausgleichsfinanzierung resultierenden Geldmengenwirkungen ja prinzipiell gleichgerichtet mit der ursprünglichen Linie der Geldpolitik. Sie scheinen also die geldpolitische Strategie zu unterstützen und könnten daher erwünscht sein, etwa weil dadurch zusätzliche expansive Maßnahmen seitens der nationalen Währungsbehörden überflüssig würden. Es bleibt jedoch zum einen das Problem der grundsätzlichen Nichtsteuerbarkeit dieses Expansionsstoßes bestehen. Zum anderen könnte sich die Gefahr einer Überexpansion ergeben.

(4) Für das Land mit der schwachen Währung können die Schlußfolgerungen unter (1) bis (3) grundsätzlich mit umgekehrten Vorzeichen gelten[67]. Hier wird der durch das System der Euro-Schlange gegebenenfalls bewirkte kontraktive Effekt kaum willkommen sein, wenn eine — z. B. zum Zwecke der Beschäftigungsförderung betriebene — expansive oder auch nur eine neutrale Politik praktiziert wurde. Lediglich wenn entweder eine restriktive Politik betrieben wurde oder aber ein restrik-

[67] Dies gilt allerdings nur so lange, wie das betreffende Land noch über Währungsreserven verfügt oder aber seine internationale Verschuldungsgrenze noch nicht erreicht hat. Sind diese Voraussetzungen jedoch nicht erfüllt, so ist das Land infolge der Verpflichtung zum Saldenausgleich in seinem geldpolitischen Spielraum eng beschränkt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tiver Effekt, beispielsweise aus konjunkturpolitischen Gründen, erwünscht schiene, könnte man einer kontraktiven Nettowirkung positiv gegenüberstehen; dabei gelten aber die gleichen Einschränkungen wie unter (3).

3. Der time-lag-Aspekt

a) Grundsätzliche Bemerkungen

Nunmehr sind noch die Fälle zu betrachten, wo der Geldumlauf in den betroffenen Gemeinschaftswährungen per Saldo unberührt bleibt[68]. Dies trifft für die Fälle R II + A I und A II zu. Hier werden die expansiven bzw. kontraktiven Wirkungen der Intervention durch den nachfolgenden Saldenausgleich vollständig rückgängig gemacht[69], wobei dies bei R II + A I für beide Währungen, bei A II nur für die starke Währung gilt. Jedoch haben auch in diesen Fällen zwischenzeitliche Veränderungen der inländischen Geldversorgung stattgefunden, indem zunächst ein expansiver Effekt auftrat, dem ein entsprechender kompensierender restriktiver Effekt folgte (bzw. umgekehrt). Der Nettoeffekt von Null ist also erst mit einer zeitlichen Verzögerung herbeigeführt worden, einem time-lag, dessen Größe von dem jeweiligen Zeitpunkt des freiwilligen Ankaufs von Gläubigerwährung am Markt abhängt.

Diese erst verzögert erfolgende Rückführung der inländischen Geldmenge kann für die Geldpolitik ebenfalls Probleme aufwerfen. Es handelt sich im Prinzip um eine Art sehr kurzfristiger monetärer go-and-stop bzw. stop-and-go-Politik, die auf freiwillige Aktionen der Schuldnerzentralbank zurückzuführen ist. Diese kann also — in den Grenzen, die ihr vom Markt gesteckt sind — nicht nur die Geldmenge in „ihrer" Währung in gewissem Umfang beeinflussen, sondern darüber hinaus diejenige in Gläubigerwährung; allerdings ist die Gläubigerzentralbank diesen Aktionen nicht etwa willkürlich ausgesetzt, da sie ihre Zustimmung zu dem freiwilligen Ankauf von Gläubigerwährung durch die Schuldnerzentralbank geben muß.

---

[68] Es sei nochmals (s. o. Fußnoten 15 und 41) daran erinnert, daß dieser Fall geringere praktische Relevanz besitzt, gleichwohl nicht außer acht gelassen werden kann.

[69] Jedoch können sich durch den time-lag-Effekt erhebliche strukturelle Wirkungen ergeben. Diese hängen davon ab, wem die Liquidität zufließt (entzogen wird) und wem sie wieder entzogen (zugeführt) wird.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

b) Beurteilung des time-lag-Effekts

Die Beurteilung der durch den time-lag hervorgerufenen go-and-stop- bzw. stop-and-go-Wirkungen dürfte aus der Sicht der geldpolitischen Instanzen meist negativ sein. Zwar ließe sich sicherlich ein theoretischer Fall konstruieren, in dem die kurzfristigen Schwankungen der Geldversorgung, die durch den Wechsel von expansiven und kontraktiven Effekten in einem Abstand von wenigen Wochen herbeigeführt werden, ausnahmsweise erwünscht sein könnten. Normalerweise aber sollten zur Verfolgung einer konsequenten geldpolitischen Strategie allenfalls — wenn überhaupt — expansive oder kontraktive Wirkungen, nicht aber beide in kurzfristigem Wechsel, geeignet sein können.

Ob nun die teilweise oder vollständige Rückgängigmachung der Interventionswirkungen gemäß 3. oder aber ein etwa verbleibender Nettoeffekt gemäß 2. das geringere geldpolitische Übel darstellt, kann in allgemeiner Weise nicht gesagt werden. Eine Entscheidung hierüber wäre nur im konkreten Einzelfall möglich.

4. Geldpolitische und wechselkurspolitische Reaktionsmöglichkeiten

In allen Fällen, wo eine Zentralbank — sei es als Gläubiger- oder als Schuldnerzentralbank — die Effekte der Interventionen und/oder der Saldenausgleichsfinanzierung als potentiell störend betrachtet, stellt sich die Frage, ob sie die unerwünschten Wirkungen zu verhindern oder wenigstens zu kompensieren versuchen sollte.

Dabei müssen die time-lag-Effekte wohl vernachlässigt werden. Eine derartige kurzfristige Feinsteuerung der Geldmenge, wie sie notwendig wäre, um die jeweils nur innerhalb eines relativ kurzen Zeitraums auftretenden time-lag-Effekte genau zu kompensieren, dürfte mit den vorhandenen geldpolitischen Instrumenten außerordentlich schwierig, wenn nicht unmöglich, sein[70].

Damit verbleiben die Netto-Liquiditätseffekte. Als mögliche Gegenmittel kommen einerseits geldpolitische, zum anderen wechselkurspolitische Maßnahmen infrage. Die Geldpolitik könnte grundsätzlich wohl die inländische Geldversorgung durch Einsatz der verschiedenen, ihr zur Verfügung stehenden Instrumente in Richtung auf eine Kompensation

[70] Ähnlicher Ansicht Horst *Bockelmann*, Die Rolle der Banken in der Geldpolitik, in: Kredit und Kapital, 7. Jg. (1974), Heft 2, S. 158.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

des ursprünglichen Netto-Liquiditätszuwachses oder -verlustes beeinflussen. Dies hat beispielsweise die Deutsche Bundesbank in den Jahren 1973 und 1974 mehrfach — in Größenordnungen von mehreren Mrd. DM — unternommen[71]. Derartige Kompensationsmaßnahmen verändern jedoch nur die Wirkungen, nicht die Ursachen der Interventionen, so daß in der Regel — weiterhin oder erneut — Interventionen mit entsprechenden Konsequenzen erforderlich werden:

— Beruhte die Intervention in starker Währung auf einer Aktivierungstendenz der laufenden Posten, wobei diese ihrerseits z. B. durch eine vergleichsweise restriktive Wirtschafts- und Geldpolitik hervorgerufen worden sein könnte, so würde eine solche Tendenz durch die ursprünglichen Interventionen allenfalls vorübergehend gebremst, nicht jedoch endgültig gestoppt[72]. Eine Kompensation der Interventionseffekte mittels nationaler geldpolitischer Maßnahmen würde schließlich diese Tendenz erneut in vollem Maße virulent machen. Ein Mittel hiergegen würde letztlich nur eine Wechselkursänderung gegenüber den anderen Währungen des europäischen Währungsblocks darstellen[73], eine Maßnahme, die jedoch dem gesamten System widersprechen würde. Für die schwache Währung gelten diese Aussagen sinngemäß in umgekehrter Weise[74].

— Beruhte die Notwendigkeit zur Intervention auf zinsinduzierten Kapitalzuflüssen, etwa als Folge einer restriktiven Geldpolitik im Gläubigerland, so würde diese Bewegung durch den Nettoeffekt wohl ge-

---

[71] Siehe etwa Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1973, S. 2. Vgl. auch den Beschluß der Bundesbank vom Mai 1974, die Inanspruchnahme der Rediskontkontingente zwecks Neutralisierung der im Zuge von Deviseninterventionen zugeflossenen Liquidität zu begrenzen; dieser Beschluß wurde im Juli dann wieder aufgehoben, als der gewünschte Effekt erreicht worden war (siehe Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1974, S. 5).

[72] Vgl. H. *Willgerodt* u. a., Wege und Irrwege . . . , a.a.O., S.209 f.

[73] Allerdings hat sich in den bisherigen Fällen eine stärkere Resistenz gegenüber Aufwertungen im europäischen Block gezeigt, in erster Linie wohl aus konjunkturellen Gründen. Wegen der zu erwartenden wachsenden Diskrepanzen in der wirtschaftlichen Entwicklung und insbesondere hinsichtlich des Grades der Restriktionspolitik ist jedoch in nächster Zeit eher ein erhöhter Anpassungsbedarf bei den Wechselkursen innerhalb der Euro-Schlange zu erwarten. Siehe Norbert *Walter*, Konjunkturpolitik im europäischen Währungsblock, in: Sparkasse, 90. Jahrgang (1973), Heft 12, S. 364 f.; vgl. auch Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1973, S. 142.

[74] Vgl. auch Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1973, S. 141 f., sowie H. *Willgerodt* u. a., Wege und Irrwege . . . , a.a.O., S. 174 f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bremst und damit die Intervention gestoppt werden können. Versuchte jedoch die Zentralbank wiederum, mit ihren Maßnahmen die zugeflossene Liquidität zu neutralisieren, so würde sie lediglich die Bedingungen wieder herstellen, die den vorangegangenen Devisenzustrom hervorrief: Das Ergebnis wäre lediglich die „nächste Runde", also eine Wiederholung des gesamten Prozesses[75]. Entsprechendes wäre wiederum für die schwache Währung festzustellen. Dieser circulus vitiosus wäre allerdings auch durch eine Wechselkursänderung nicht zu beheben, sondern letztlich nur durch eine koordinierte Zinspolitik, d. h. letztlich durch eine abgestimmte Geldpolitik innerhalb des Blocks.

— Beruhte schließlich die Notwendigkeit zur Intervention auf währungsspekulativen Motiven, so würde nur eine Wechselkursänderung ein Gegenmittel darstellen können[76]; dieses Mittel dürfte jedoch gerade in diesem Fall unangebracht sein, denn es war schließlich eines der hauptsächlichen Ziele der Euro-Schlange, derartige Wechselkursänderungen innerhalb der Gemeinschaft aus spekulativen Gründen (nicht dagegen Paritätsänderungen aufgrund fundamentaler Ungleichgewichtssituationen) zu verhindern.

Aus diesen Überlegungen wird deutlich, daß das System der Euro-Schlange letztlich das alte Problem einer Unvereinbarkeit von festen Wechselkursen einerseits und unterschiedlicher Wirtschaftsentwicklung in verschiedenen Ländern andererseits von neuem aufwirft. Hierbei ergeben sich grundsätzlich zwei Möglichkeiten.

(1) Entweder muß eine Anpassung der wirtschaftlichen Entwicklung zwischen den betroffenen Ländern erfolgen. Dies kann wiederum einmal durch eine ex-ante-Harmonisierung der Wirtschaftspolitik — hier: insbesondere der Geldpolitik — erreicht werden; dies dürfte jedoch im diskutierten Fall der EWG wenig wahrscheinlich sein. Zum anderen könnte aus dem geschilderten Multiwährungs-Interventionssystem eine gewisse Harmonisierung ex post resultieren, wenn nämlich die geldpolitischen Instanzen darauf verzichten würden, die monetären Wirkungen des Systems kompensieren zu wollen; ein solcher Verzicht würde dann den Preis darstellen, den man — zusätzlich zu der aus dem System ohnehin resultierenden erheblichen Einschränkung der konjunktur- und

[75] N. *Walter*, Konjunkturpolitik im europäischen Währungsblock, a.a.O., S. 364.

[76] Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1973, S. 21.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

währungspolitischen Autonomie nicht nur gegenüber den Blockländern, sondern auch gegenüber Drittländern[77] — für eine Aufrechterhaltung des Systems entrichten muß.

(2) Alle anderen Möglichkeiten liefen auf eine Sprengung des Systems hinaus. Zwar bliebe der Währungspolitik noch das Mittel der Wechselkurspolitik, das wenigstens in einigen der oben geschilderten Fälle tauglich erscheint, um den unerwünschten Wirkungen des Interventionssystems zumindest teilweise entgegenzuwirken. Allerdings sollte auch darüber volle Klarheit bestehen, daß mit wechselkurspolitischen Maßnahmen, insbesondere Änderungen der Leitkurse zwischen den Blockländern, die ursprünglichen Voraussetzungen des Systems aufgegeben werden. Ob unter solchen Bedingungen das Festhalten an dem derzeitigen System noch sinnvoll wäre, scheint durchaus fragwürdig[78]. Nüchtern betrachtet, hat das System der Euro-Schlange den weitgehenden Zusammenbruch der in der EWG betriebenen und geplanten Gemeinschaftspolitik nicht unwesentlich mitverursacht, wenn man es auch sicherlich nicht allein dafür verantwortlich machen kann. In seiner gegenwärtigen unzureichenden Form dürfte es jedoch auch in Zukunft eher zu einer Gefährdung als zu einer Stärkung der europäischen Integration beitragen.

Zusammenfassung

Monetäre Wirkungen eines Multiwährungs-Interventionssystems mit Saldenausgleich — Untersucht am Beispiel der europäischen Währungs-Schlange

Durch den Übergang zum Blockfloating in der EWG haben die beteiligten Länder einen wesentlichen Teil ihrer stabilitätspolitischen Autonomie zurückgewonnen. Jedoch kann keine Rede davon sein, daß damit die nationale Geldpolitik völlig unabhängig von der monetären Entwicklung in den europäischen Partnerländern geworden sei. Dies beruht wesentlich darauf, daß die innerhalb der Gemeinschaft geltenden Interventions- und Saldenausgleichsvereinbarungen unter bestimmten Voraussetzungen direkte und gewissermaßen „automatische" Konsequenzen für die Liquiditätsversorgung in Gemeinschaftswährungen und

[77] Siehe dazu F. *Holzheu*, Zur Problematik der Bandbreiteneinengung ..., a.a.O., insbesondere S. 173 ff.; vgl. auch Marie Henriette *Lambert* and Patrick B. *de Fontenay*, Implications of Proposals for Narrowing the Margins of Exchange Rate Fluctuations between the EEC Currencies, in: IMF Staff Papers, Vol. XVIII (1971), No. 3, insbes. S. 655 ff.

[78] Vgl. O. *Emminger*, Aktuelle Fragen ..., a.a.O., S. 3.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

damit für die Geldpolitik der betroffenen Länder haben können. Mit den monetären Wirkungen eines solchen Systems, wie es seit 1972 in der EWG besteht, beschäftigt sich die vorliegende Abhandlung. Sie betrachtet zunächst die grundsätzliche Funktionsweise des Systems der Euro-Schlange. Anschließend werden die Effekte untersucht, die von diesem System auf die internationale Geldversorgung ausgehen können. Dabei werden anhand eines vereinfachten Beispiels zunächst die Wirkungen bei normalem Ablauf des Systems und danach bei Anwendung verschiedener Ausnahmeregelungen analysiert. Es ergibt sich, daß in den meisten Fällen auch nach der Finanzierung des Saldenausgleichs nicht unerhebliche expansive oder kontraktive Nettoeffekte auf den internationalen Geldumlauf in den betroffenen Währungen verbleiben („reine Netto-Liquiditäts-Effekte"). In einigen Fällen treten zwischenzeitlich Liquidisierungs- bzw. Liquiditätsentzugseffekte auf, die jedoch durch die Art der Finanzierung des Saldenausgleichs wieder rückgängig gemacht werden („time-lag-Effekte"). Diese Veränderungen der internationalen Geldversorgung mit Gemeinschaftswährungen schlagen nun in vollem Maße auf die nationale Geldversorgung durch. Aus der Sicht der geldpolitischen Instanzen dürften die Netto-Liquiditäts-Effekte ebenso wie die time-lag-Effekte in der Regel unerwünscht sein, da sie eine Durchkreuzung der geldpolitischen Strategie bedeuten; lediglich in gewissen Sonderfällen könnten die Wirkungen der Euro-Schlange als willkommen angesehen werden. Es stellt sich damit die Frage, ob die Zentralbanken der betroffenen Länder versuchen sollten, die Effekte des Systems zu verhindern oder zu kompensieren. Während dies bei den time-lag-Effekten kaum erfolgversprechend erscheint, sind geldpolitische Maßnahmen gegen die Netto-Liquiditäts-Effekte durchaus möglich. Damit werden aber nur die Wirkungen, nicht die Ursachen der Interventionen beeinflußt, und es besteht die Gefahr einer Wiederholung des gesamten Prozesses. Wechselkurspolitische Maßnahmen könnten zwar ein Gegenmittel darstellen, würden jedoch das System selbst sprengen. Letztlich wirft das System der Euro-Schlange das alte Problem der Unvereinbarkeit von festen Wechselkursen einerseits und unterschiedlicher Wirtschaftsentwicklung in verschiedenen Ländern andererseits von neuem auf. In seiner gegenwärtigen unzureichenden Form dürfte es auch in Zukunft eher zu einer Gefährdung als zu einer Stärkung der europäischen Integration beitragen.

Summary

Monetary Effects of a Multi-Currency Intervention System with Settlement of Net Surpluses and Deficits A study illustrated by the European Floating Block

As a result of the adoption of block floating in the EEC, the participating countries have regained a substantial portion of their autonomy with respect to stabilization policy. There is no question, however, that this has made

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

national monetary policy completely independent of monetary developments in European partner countries. This is mainly due to the fact that under certain conditions the intervention and settlement agreements in force within the Community may have direct and, so to speak, "automatic" consequences for supplies of liquidity in Community currencies and hence for the monetary policy of the affected countries. This study deals with the monetary effects of such a system as it has existed in the EEC since 1972. First, it considers the fundamental modus operandi of the European floating block system. Then follows an analysis of the effects this system may have on international supplies of money. First, the effects are analysed for normal operation of the system, using a simplified example, and then for application of various exceptional arrangements. It proves that in most cases, even after the financing of the settlement of surpluses and deficits, considerable net expansive or contractive effects on the international circulation of money in the affected currencies still remain ("pure net liquidity effects"). In some cases interim liquidity-increasing or liquidity-skimming effects occur, which are cancelled out, however, by the mode of financing the settlement of surpluses and deficits ("time-lag effects"). These changes in the international supply of Community currencies take full effect on the national supply of money. From the standpoint of monetary policy-makers, both the net liquidity effects and the time-lag effects are probably undesirable, as they run counter to the strategy of monetary policy; only in certain special cases can the effects of the European floating block be considered welcome. The question therefore arises of whether the central banks of the countries concerned should attempt to prevent or compensate for the effects of the system. While there seems to be hardly any prospect of success in the case of the time-lag effects, monetary policy measures to counter the net liquidity effects are quite possible. But this influences only the effects, not the causes of the intervention, and there is a risk of repetition of the entire process. Exchange-rate policy measures might be a remedy, but would break up the system itself. In the final analysis, the European floating block system once again raises the old problem of the incompatibility of fixed exchange rates on the one hand and different economic development in various countries on the other. In its present inadequate form it is more likely, also in the future, to contribute to jeopardization rather than strengthening of European integration.

Résumé

Effets monetaires d'un systeme d'intervention Multimonetaire s'accompagnant d'une compensation des soldes des balances etude basee sur l'exemple du « serpend monetaire » Europeen

L'introduction du flottement concerté des monnaies dans la CEE a rendu aux Etats participants une fraction essentielle de leur autonomie en politique

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

de stabilisation. Ceci ne signifie nullement que les politiques monétaires nationales soient devenues complètement indépendantes du développement monétaire des Etats européens partenaires. Car le système repose sur le fait que sous certaines conditions les conventions d'intervention et de compensation des soldes appliquées dans la Communauté peuvent entraîner des conséquences directes et même « automatiques » sur le volume des liquidités en monnaies communautaires et dès lors aussi sur la politique monétaire des Etats concernés. Les effets monétaires de ce système, tel qu'il existe dans la CEE depuis 1972, font l'objet du présent article. L'on y examine d'abord le régime fondamental de fonctionnement du système du serpent européen. Ensuite sont recherchées les répercussions que ce système peut avoir sur le volume monétaire international. Dans ce cadre, à partir d'un exemple simplifié, l'auteur analyse les les effets du système en application normale et en application de diverses réglementations d'exception. L'on peut observer que dans la plupart des cas, même après le financement de la compensation des soldes, d'importants effets nets expansifs ou contractifs agissent encore sur la circulation monétaire internationale des monnaies concernées (« purs effets nets sur la liquidité »). Dans certains cas interviennent temporairement des effets d'apports ou de retraits de liquidités, qui s'annulent toutefois ultérieurement par le genre de financement de la compensation des soldes (« effets retardés dans le temps » ou « effets du timelag »). Les modifications apportées à l'alimentation monétaire internationale par les monnaies communautaires se répercutent entièrement sur les volumes monétaires nationaux. Les instances de la politique monétaire devraient généralement considérer indésirables les purs effets nets sur la liquidité et les effets du « time-lag », car ils contrarient la stratégie de la politique monétaire; ce n'est que dans certains cas exceptionnels que ces effets du serpent européen pourront être accueillis favorablement. La question se pose par conséquent de savoir si les banques centrales des pays touchés auraient intérêt à s'opposer aux effets du système ou à les compenser. Si pareilles tentatives smblent vouées à l'échec pour les effets du « time-lag », des mesures de politique monétaire peuvent agir à l'encontre des effets nets sur la liquidité. Mais ce processus n'agit que sur les effets et non sur les causes des interventions, ce qui implique un danger de récidive de ce processus. Des mesures de politique de taux de change pourraient constituer une réplique, mais elles feraient éclater le système lui-même. Le système du serpent européen a récemment soulevé à nouveau l'ancien problème de l'incompatibilité des taux de change fixes avec les développements économiques divergents de plusieurs pays. Dans sa forme actuelle boîteuse, le système représente plûtôt un danger qu'un renforcement de l'intégration européenne.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.8.1.91 | Generated on 2024-04-27 22:41:35
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/