

WESTFÄLISCHE  
WILHELMS-UNIVERSITÄT  
MÜNSTER

# Wirtschaftshistorische Vorlesung: Die Geschichte der Globalisierung seit 1850

VL 11: Von Bretton Woods bis zum Euro



# Themenüberblick

1. Entstehung eines Nachkriegs-Wechselkursregimes
  - Bretton Woods-Konferenz 1944
2. Theorie
  - Das makroökonomische Trilemma
  - Zahlungsbilanz
  - Devisenmarkt und –spekulationen
  - Feste und flexible Wechselkurse
3. Wie erfolgreich war Bretton Woods?
4. Übergang zu flexiblen Wechselkursen

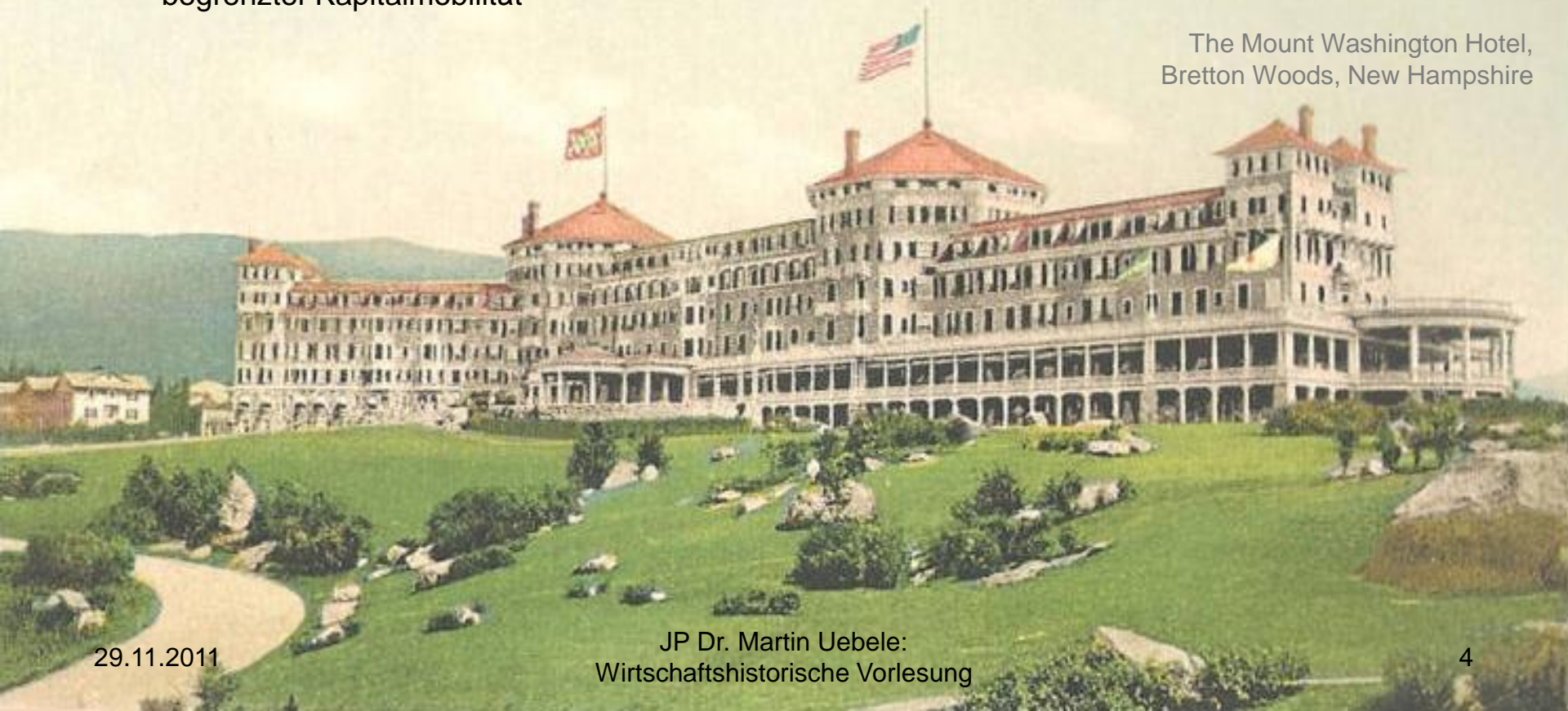
# Literatur

- Bordo, Michael (1993): The Bretton Woods international monetary system: a historical overview, S. 3-98 in ders. / Eichengreen, Barry J. (Hg.): A retrospective on the Bretton Woods system, Chicago
- Foreman-Peck (1995): A history of the world economy: international economic relations since 1850, Kap. 14 [FP]
- Burda & Wyplosz (1997): Macroeconomics, 2nd Ed., Kap. 20 [BW]
- Jarchow/Rühmann (1997): Monetäre Außenwirtschaft. II. Internationale Währungspolitik. Göttingen [JR]

# Die Konferenz von Bretton Woods

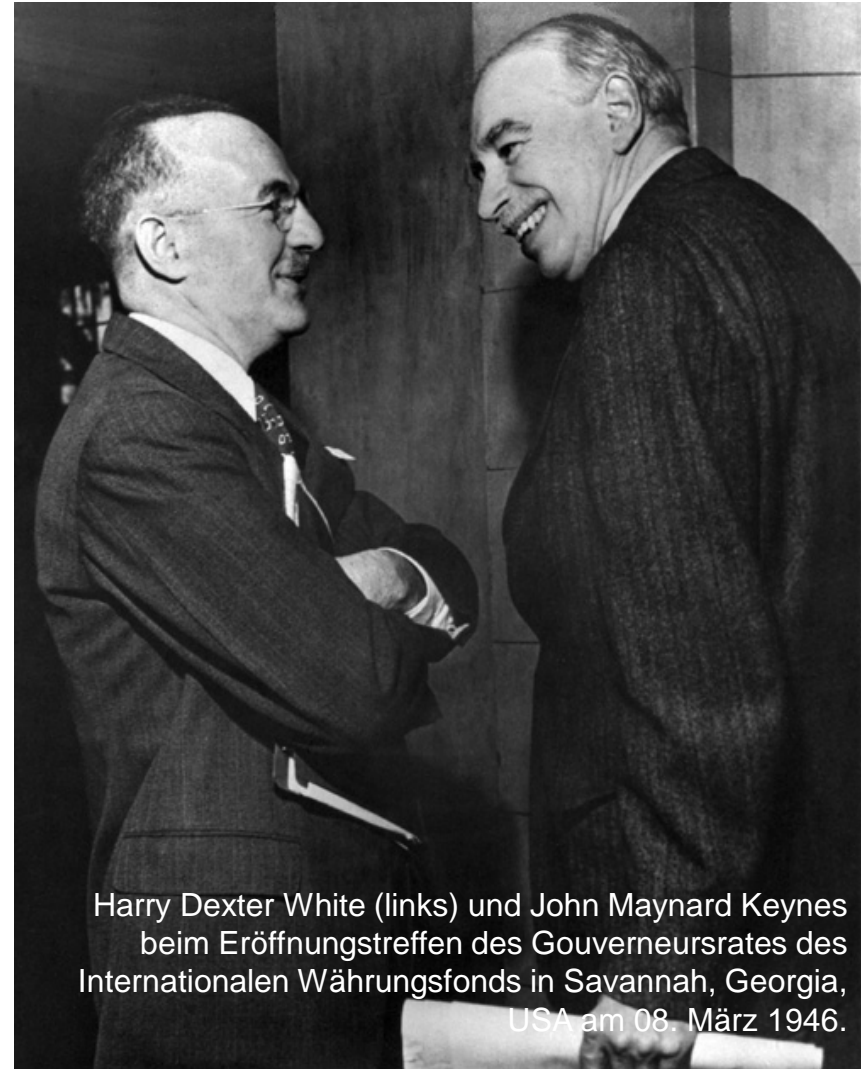
- Bretton Woods war der Versuch der Quadratur des Kreises: man wollte stabile Wechselkurse verbinden mit
  - gewissem Handlungsspielraum der Geldpolitik
  - begrenzter Kapitalmobilität

The Mount Washington Hotel,  
Bretton Woods, New Hampshire



# Verhandlungen mit ungewissem Ausgang (1)

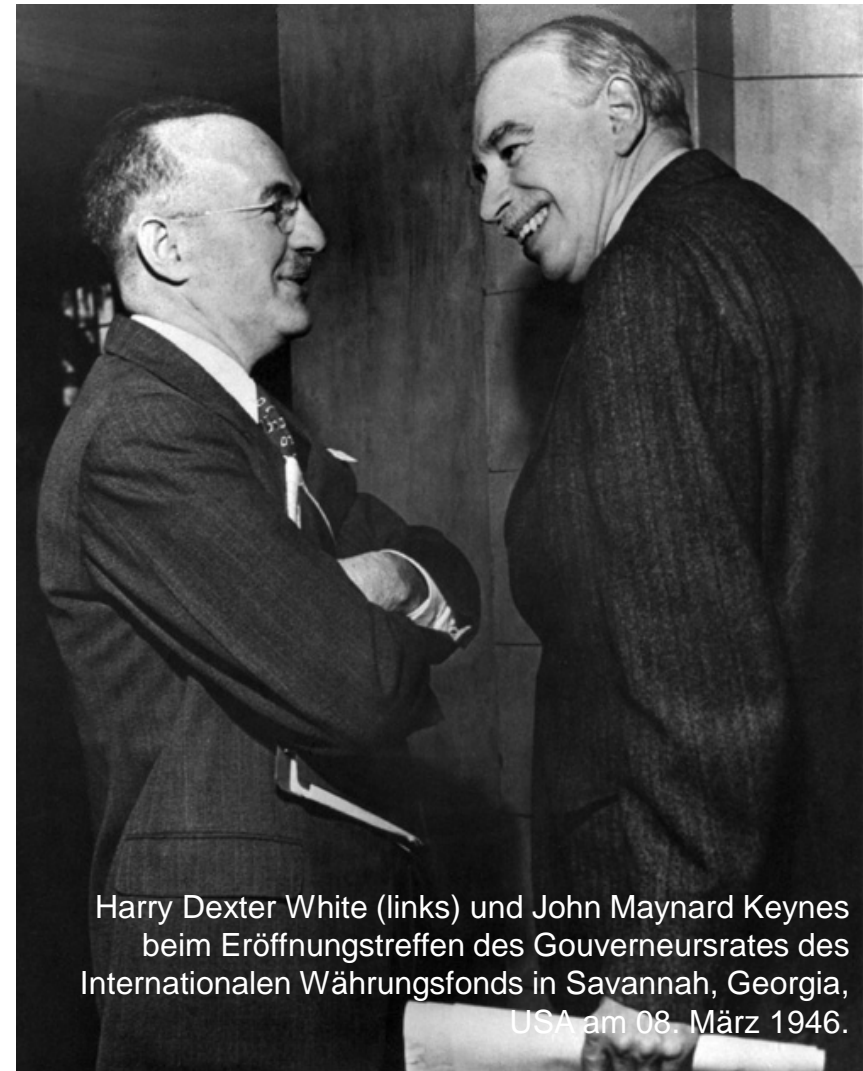
- Grundlage war die damalige Sicht der Zwischenkriegszeit
- 1. Deflationären Tendenzen
  - Die Überwertung des Pfund Sterling und die Unterbewertung des Franc führten in den 1920er Jahren zu massiven Gold- und Devisenbewegungen
  - Diese wurden durch Kriegsschulden und das Reparationsproblem verschärft
  - Empfänger von Gold und Devisen erhöhten ihre Geldmenge nicht im gleichen Maße („Sterilisation“) aus binnenwirtschaftlichen Motiven
  - Folgen
    - Verringerung der Geldmenge weltweit
    - Vertrauenskrise in das Pfund Sterling



Harry Dexter White (links) und John Maynard Keynes  
beim Eröffnungstreffen des Gouverneursrates des  
Internationalen Währungsfonds in Savannah, Georgia,  
USA am 08. März 1946.

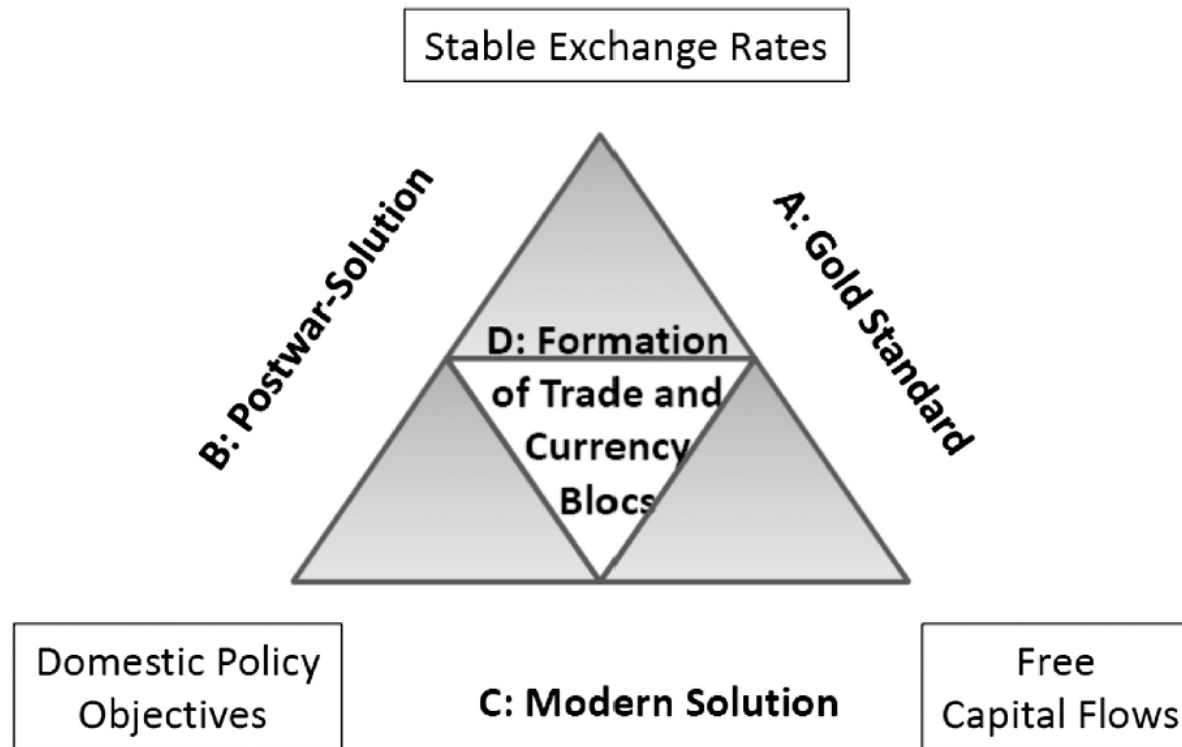
## Verhandlungen mit ungewissem Ausgang (2)

- Grundlage war die damalige Sicht der Zwischenkriegszeit
- 2. Spekulative private Kapitalbewegungen führten zu
  - mehreren Abwertungen des Franc 1922-26
  - beschleunigten die Übertragung der Weltwirtschaftskrise 1929-31
  - Diese Gefahr sollte möglichst begrenzt werden
- 3. Nach dem Gold-Devisen-Standard der Zwischenkriegszeit wurde der Handel deutlich geschwächt durch
  - Blockbildung
  - diskriminierende Handelspolitiken
  - Abwertungswellen („beggar-thy-neighbour“)
- 4. Fehlen eines „Hegemons“; statt dessen duale Führung durch USA und GB (B&W, S. 521)
- 5. Unabhängigkeit der Zentralbank muss gewährleistet sein



Harry Dexter White (links) und John Maynard Keynes  
beim Eröffnungstreffen des Gouverneursrates des  
Internationalen Währungsfonds in Savannah, Georgia,  
USA am 08. März 1946.

# Wdh.: Das makroökonomische Trilemma



# Zahlungsbilanz = Balance of Payments

current account = Leistungsbilanz

trade balance = Handelsbilanz: Exporten – Importe  
von Gütern und Dienstleistungen

factor income = Übertragungsbilanz: Zinsen, Reparationen,  
Schenkungen

**capital account = Kapitalbilanz**

Kapitalimport = Investitionen aus Ausland = Schulden im Ausland

Kapitalexport = Investitionen im Ausland = Forderungen ans Ausland

**foreign exchange account = Devisenbilanz**

Siehe auch: [www.juergen-paetzold.de/einfuehrung\\_ziele/Grafiken/Zahlungsbilanz.gif](http://www.juergen-paetzold.de/einfuehrung_ziele/Grafiken/Zahlungsbilanz.gif)



# Finanzmarkt

```
graph TD; FM[Finanzmarkt] --> GM[Geldmarkt]; FM --> KM[Kapitalmarkt]; FM --> DM[Devisenmarkt]; KM --> NOKM[Nicht organisierter Kapitalmarkt]; KM --> OKM[Organisierter Kapitalmarkt]; OKM --> RM[Rentenmarkt]; OKM --> AM[Aktienmarkt]; AM --> PM[Primärmarkt]; AM --> SM[Sekundärmarkt];
```

Geldmarkt

Kapitalmarkt

Devisenmarkt

Nicht organisierter  
Kapitalmarkt

Organisierter  
Kapitalmarkt

Rentenmarkt

Aktienmarkt

Primär-  
markt

Sekundär-  
markt

# Finanzmarkt und Devisenmarkt

- Finanzmarkt: Oberbegriff
- Devisenmarkt: Angebot und Nachfrage auf dem Markt für ausländische Währungen
- Mittlerweile nur noch elektronisch
- Im Unterschied zu
  - Kapitalmarkt: Handel von mittel- bis langfristigen Finanzierungstiteln
    - Ein Wertpapier ist eine Urkunde, die ein privates Vermögensrecht verbrieft (d.h. handelbar macht), welches nur dann geltend gemacht werden kann, wenn man im Besitz dieser Urkunde ist, z.B. eine Aktie.
  - Geldmarkt: Handel mit kurzfristigen Wertpapieren und Krediten, z.B. Tages- und Termingeld oder kurzfristige Wertpapiere (bis zu einem Jahr)

# Währungskurs und Zahlungsbilanz bei flexiblen Wechselkursen

- Angebot und die Nachfrage auf den Devisenmärkten ergeben sich aus dem Außenhandel
  - Exporteure Erlösen Devisen und bieten sie an
  - Importeure benötigen zur Bezahlung ihrer Rechnungen Devisen und fragen sie nach
- Überschuss in der Zahlungsbilanz
  - Angebot auf dem Devisenmarkt übersteigt die Nachfrage
  - Kurs der ausländischen Währung gerät unter Druck bzw. die inländische Währung wertet auf
- Aufwertung der heimischen Währung verteuert die Ausfuhren
  - Im Ausland werden weniger Exportgüter nachgefragt
  - Die Ausfuhren sinken
- Gleichzeitig werden Importgüter billiger, so dass die Einfuhren steigen
  - Damit verringert sich der Überschuss in der Zahlungsbilanz

# Spekulative Attacken auf Währungen

- U.a. 1992 beim Ausscheiden des Pfunds
  - George Soros' Hedgefund im Herbst 1992:
    - Er hielt das britische Pfund für überbewertet
    - Er „lieh“ sich Pfund und verkaufte diese (z.B. zum Preis von 100)
    - Nachdem das Pfund tatsächlich gefallen war, kaufte er das Pfund (zum Preis z.B. von 50) zurück und strich die Differenz ein (minus einer Gebühr für das Leihen)
    - Soros verdiente an diesem 16. September, dem „Schwarzen Mittwoch“, über eine Milliarde Dollar
- Sich selbst erfüllende Erwartungen durch Spekulation
  - Aktionen wie oben beschrieben können ggf. das Angebot von Pfund so stark erhöhen, dass der Preis tatsächlich fällt
  - In diesem Fall manipulieren Spekulanten tatsächlich die Märkte, aber es ist unklar, wie stark sie das tatsächlich tun können
  - Abwehr der gegen eine Währung gerichteten Spekulation erfordert eine restriktive Zentralbankpolitik
  - Dies erhöht die Kosten stabiler Wechselkurse und damit den Anreiz zur Spekulation

# Anpassung der Zahlungsbilanz unter Bretton Woods (feste Wechselkurse)

$$Y = C + I + G + (X - Z)$$

Wenn  $(X - Z) < 0$ , dann  $Y < C + I + G$

Also muss entweder  $Y$  erhöht werden oder  $C + I + G$  gesenkt, damit  $(X - Z) = 0$  werden kann

- Instrumente zur Reduzierung von  $C + I + G$ 
  - Z.B. Senkung von der Staatsausgaben, sozialpolitische Streichungen etc. (fiskalisch)
  - Erhöhung der Zinsen, senkt Investitionen (monetär)
- Instrumente zur Umlenkung von Nachfrage auf heimische Produkte
  - Abwertung der eigenen Währung macht ausländische Produkte relativ teurer
  - Nur wirksam, wenn keine Vollbeschäftigung besteht
- Monetärer Ansatz zu Umlenkung: Reduktion des Geldangebots:
  1. Abwertung der Währung
  2. Erhöhung der inländischen Preise
  3. Erhöhung der Nachfrage nach Geld im Inland
  4. Ausgleich eines Zahlungsbilanzdefizits bei
- FP: S. 299ff

# Sind feste Wechselkurse attraktiv?

- Ein System fixer Wechselkurse kann die internationale Arbeitsteilung durch Handel und Investitionstätigkeit erleichtern, indem es
  - Währungsrisiken senkt
  - strategische Abwertungen begrenzt (beggar-thy-neighbour-policies)
- Bei vollständiger Kapitalmobilität wird dies allerdings erkaufte durch
  - Unterordnung der Geldpolitik unter Kursstabilisierung
  - Offenheit der nationalen Wirtschaft gegenüber internationalen Schocks (Außenhandel, Preisniveau)
- Zudem ist die administrative Festlegung nachhaltig stabiler Wechselkurse sehr schwierig. „Falsche“ feste Wechselkurse können langfristig Ungleichgewichte zementieren
  - Historisches Beispiel?

# Interessengegensätze zwischen USA und GB



USA	GB
Stabile Wechselkurse	Geringe Verantwortung für internationales Währungssystem
Beschränkte Mittel zur Zahlungsbilanzfinanzierung: geringe Beteiligung des Überschusslandes an Finanzierung von Defizitländern	Umfangreiche Mittel zur Zahlungsbilanzfinanzierung: Finanzierung von Defizitländern zur Sicherung nationaler Autonomie der Geld- und Fiskalpolitik
Internationaler Fond	Supranationale Zentralbank („Bancor“)
Fond kann Defizitländern Auflagen machen	Hohe nationale Autonomie bei der Verfolgung von Vollbeschäftigung und Wachstum
Freier Kapitalverkehr	Kapitalverkehrskontrollen zwecks leichter Sicherung fester Wechselkurse

# Rolle der USA

- Nach dem Krieg besaßen die USA ca. 70% der weltweiten Goldreserven
- Sie waren damit die einzige Nation, die ihre Währung glaubhaft an Gold binden konnten
- Die anderen Länder konnten nichts besseres tun, als ihre Währungen an den Dollar zu binden und somit implizit an Gold
- Erleichtert wurde dies für europäische Nationen durch die Dollars, die ihnen im Rahmen des Marshall-Plans zur Verfügung gestellt wurden (B&W, S. 521)
- Eine Unze (28,35 g) Gold wurde mit 35\$ festgelegt





Nationale Zentralbanken hatten den Auftrag, Wechselkursschwankungen von mehr als 1% zu unterbinden.

# Vor der Umsetzung von Bretton Woods (1947-1958)

Gründe für das Ausbleiben der Konvertibilität

## 1. Fehlende Gold- bzw. Devisenreserven

- Nach dem Zweiten Weltkrieg fehlten Reserven zur Stützung von Währungen
- Bsp. Gescheiterte £-Konvertibilität 1947, trotz Kredit von USA und Kanada

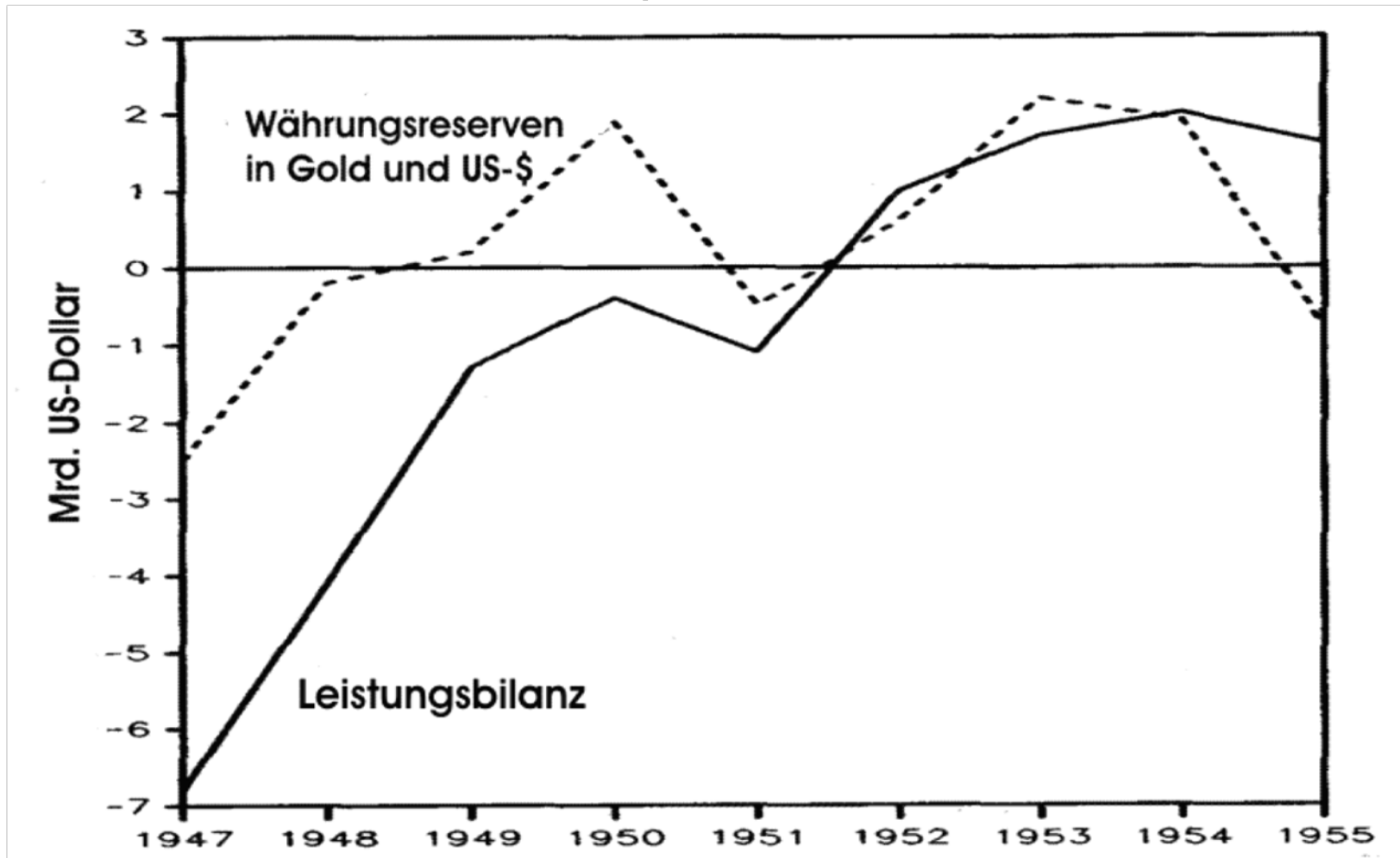
## 2. Überhöhte Wechselkurse

- Wechselkurse wurden 1946 auf Vorkriegsniveau festgesetzt, was nach Kriegsinflation überhöht war

## 3. Dollarlücke

- Der Wiederaufbau in Europa ging mit einem hohen Leistungsbilanzdefizit gegenüber den USA einher. Dessen Finanzierung überstieg die Möglichkeiten der Bretton-Woods-Organisationen

# Leistungsbilanz und Währungsreserven der europäischen OEEC-Länder, 1947-55



Bordo, Michael: The Bretton Woods international monetary system: a historical overview, S. 3–98 in ders. / Eichengreen, Barry J. (Hg.): A retrospective on the Bretton Woods system, Chicago, Ill.: Chicago University Press, 1993, S. 40.



## Vor der Umsetzung von Bretton Woods (1947-1958)

- Europäische Währungsprobleme wurden außerhalb des Rahmens von Bretton Woods gelöst
  - Unterstützung des Wiederaufbaus durch den Marshall-Plan
  - Lösung von Währungsfragen im Rahmen der Europäischen Zahlungsunion (EZU)
  - Abwertungen 1949 erfolgten ohne Konsultation des IWF



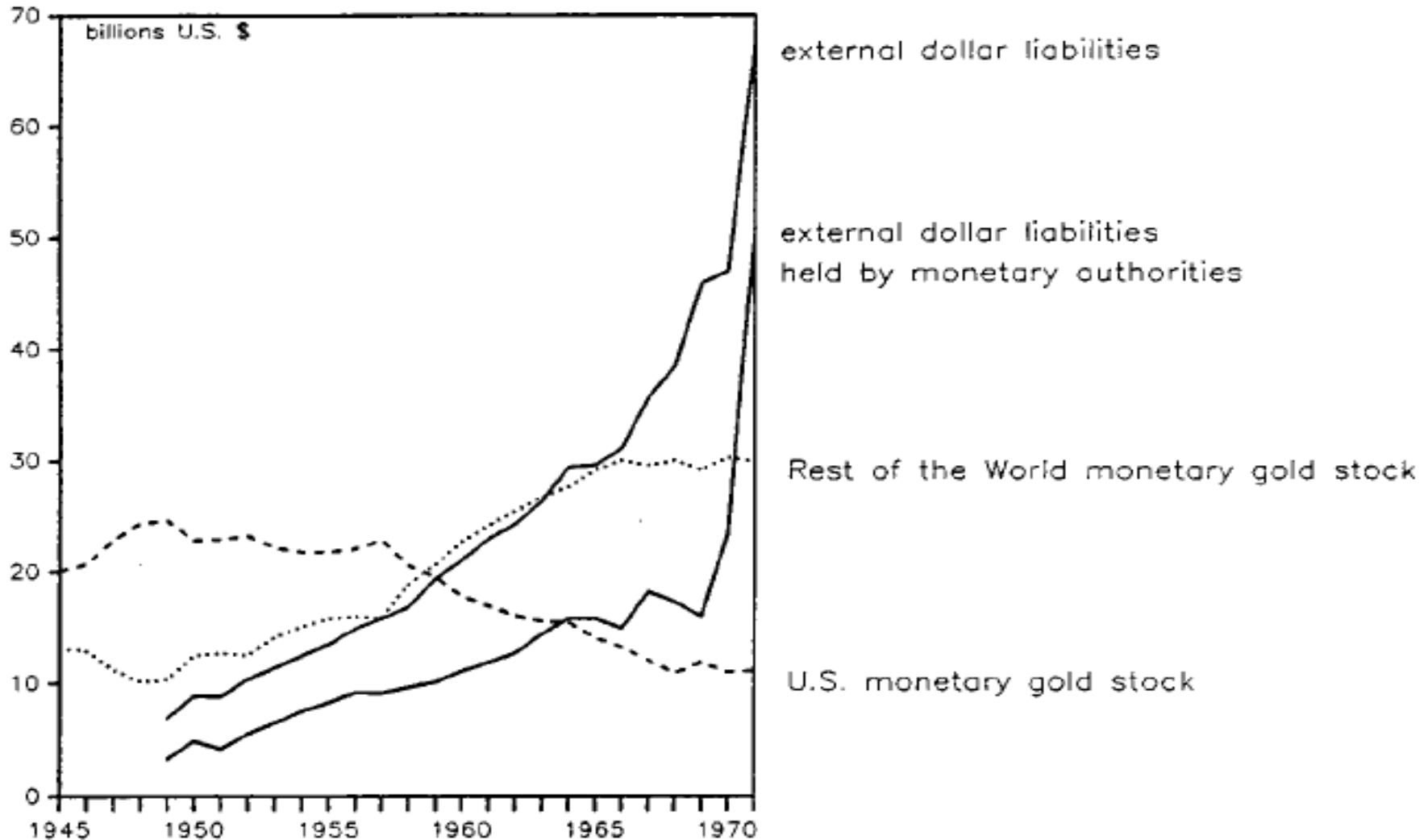
# Die Bretton-Woods-Organisationen: Der IWF

- Internationaler Währungsfond bzw. International Monetary Fund (IMF)
  - Mit finanziellen Mitteln der Mitglieder ausgestattet, um Zahlungsbilanzprobleme zu finanzieren (25% Gold, 75% Devisen)
  - Kontrolliert wird der IMF von einem Board of Governors, gemanagt durch Executive Directors mit Managing Director an der Spitze, Mitgliedsländer haben Stimmrechte im Board entsprechend ihrer Einlagen
- Auflagen, wenn Kredit größer als 25% der eigenen Quote
- Überwachung von Wechselkursänderungen
- Ansonsten freie Konvertibilität der Währungen und möglichst geringe Zölle (Umsetzung dauerte aber)
- FP: S. 302ff/BW: S. 522

# Das Triffin-Paradox

- Benannt nach Robert Triffin (1911-93), belg.-amerik. Ökonom
  - Damit die Welt mit ausreichend Dollar für ihre Wirtschaft versorgt wird, muss die USA ständig Außenhandelsdefizite haben
  - Früher oder später wird das aber dazu führen, dass die Auslandsschulden der USA ihre Goldreserven übersteigen
  - Dies wiederum bedeutet, dass die Golddeckung des US-Dollars irgendwann nicht mehr garantiert werden kann

Figure 10: Monetary Gold and Dollar Holdings: the U.S. and the rest of the World, 1945–1971



Quelle: Bordo, Michael: The Bretton Woods international monetary system: a historical overview, S. 3–98 in ders. / Eichengreen, Barry J. (Hg.): A retrospective on the Bretton Woods system, Chicago, Ill.:Chicago University Press, 1993, S. 39

## Fundamentale Frage nach internationalem Währungssystem (B&W, S. 524)

- Gold oder anderes Metall limitierte Geldangebot zu stark bzw. sorgt für Schwankungen unabhängig von der Geldnachfrage
- Leitwährung/Reservewährung eines einzelnen Landes auch nicht machbar
  - Wenn durch Gold gedeckt, werden seine Reserven irgendwann nicht mehr ausreichen, um die Auslandsschulden zu decken
  - Wenn nicht durch Gold gedeckt, kann das Land zum Nulltarif im Ausland einkaufen
- Alternative: Internationale Organisation, die eine Verrechnungswährung bereitstellt (*Bancor*, Keynes' Idee)



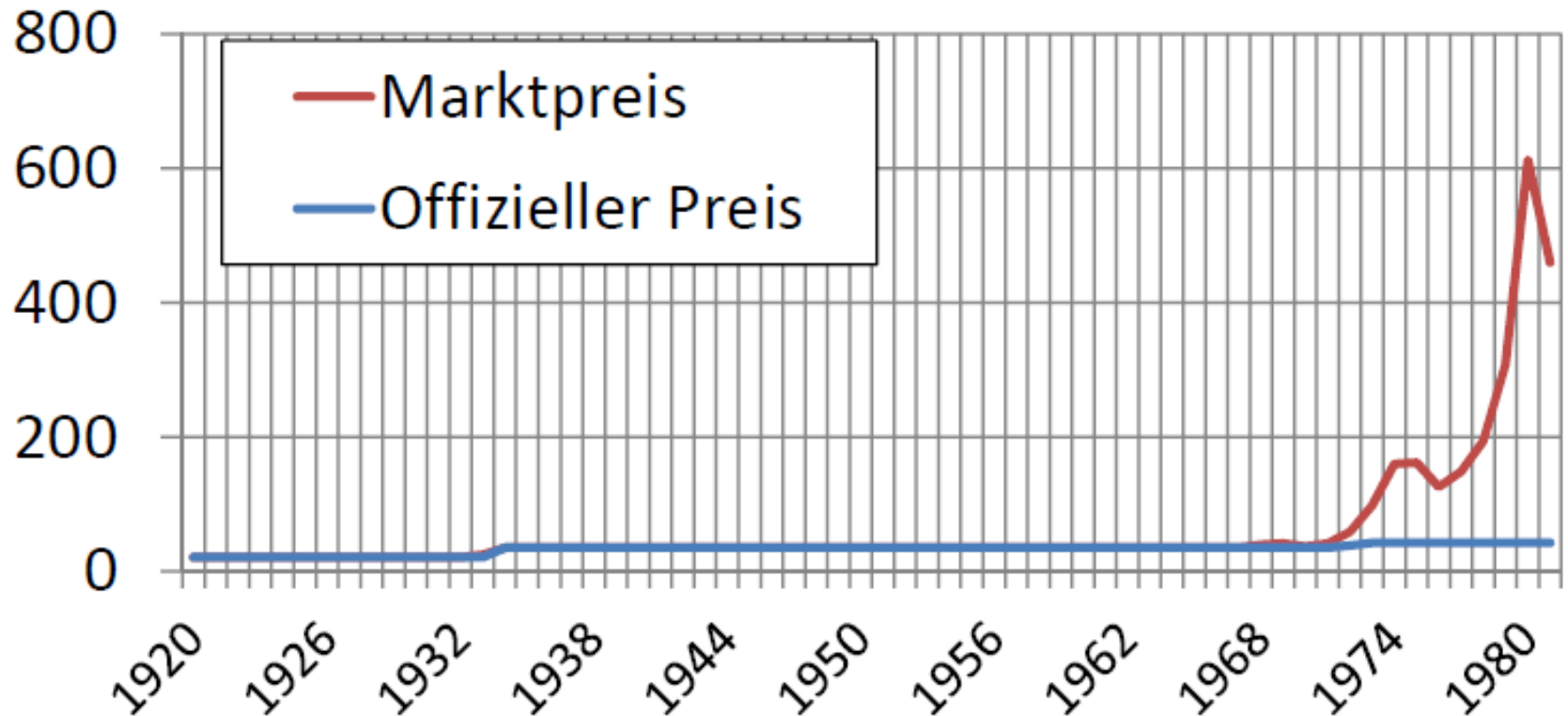
# Verlust des Vertrauens in Goldkonvertibilität des \$

- Steigende Inflationsrate in den USA:
  - Expansionäre Geldpolitik zwecks Sicherung von Vollbeschäftigung
  - Steigende Budgetdefizite ab Mitte 1960er Jahre: Vietnamkrieg, Ausbau steuerfinanzierter Sozialprogramme
- Steigende Zahlungsbilanzdefizite der USA:
  - Obige Gründe führen zu einem sinkenden Aktivsaldo der Leistungsbilanz
  - Kapitalexporte, u. a. durch multinationale Unternehmen

# Vertrauensverlust und steigender Goldpreis

- Krisenerscheinungen
  - Erste Krise 1960 nach passiver Leistungsbilanz der USA
  - Mitte der 1960er Frankreich protestierte gegen das *privilège exorbitant* der USA und verkaufte massiv Dollars, um seine Goldreserven zu erhöhen (1964: \$3,7 Mrd., 1966: \$5,2 Mrd.)
- Rettungsmaßnahmen
  - Temporäre Stabilisierung durch sog. Goldpool sieben wichtiger Notenbanken, die Gold zum Kurs von \$35 verkauften
  - Ab 1966 starke Goldverluste des Goldpools aufgrund privater Goldnachfrage
  - Ankündigung, Gold nur noch innerhalb des Pools zu handeln
- Auf dem Markt wurde Gold zu deutlich oberhalb der \$35 gehandelt

## Der Preis von Gold in US-Dollar



Lawrence H. Officer and Samuel H. Williamson, "The Price of Gold, 1257-2010,"  
MeasuringWorth, 2011, [www.measuringworth.com/gold/](http://www.measuringworth.com/gold/)

# Zusammenbruch von Bretton Woods

- Ende der Konvertierbarkeit des Dollar
  - De facto: 1968 wurde die Konvertierbarkeit von US\$ in Gold ausgesetzt
  - De jure: 1971 kündigt US-Präsident Nixon die Konvertibilität des Dollar auf
- Zusammenbruch
  - Nach einigen Rettungsversuchen des alten Systems ging man 1973, endgültig 1975 zu einem System flexibler Wechselkurse über

## Fixe Wechselkurse: Keine Anpassung durch Überschussländer am Beispiel BRD

- Geldmengen-Preis-Mechanismus: In einem Land mit Leistungsbilanzüberschuss erhöhen sich Geldmenge und Preise (importierte Inflation), wodurch Anpassung in Gang gesetzt wird
- Die Bundesbank war zur Wahrung der Geldwertstabilität verpflichtet und versuchte deshalb Dollarimporte durch Kapitalverkehrskontrollen zu reduzieren bzw. durch geeignete Maßnahmen zu sterilisieren
- Dennoch latenter Aufwertungsdruck auf DM, dem 1961 (5%) und 1969 (9,3%) in der Form von Wechselkursänderungen stattgegeben werden musste
- Parallele zur aktuellen Situation Deutschlands in der Eurozone

# Makroökonomische Performance in langer Frist

Erste Zahl: Mittelwert, zweite Zahl: Standardabweichung der Zeitreihe.

Für USA, Großbritannien, Deutschland/BRD, Frankreich, Italien, Japan, Kanada

	Goldstandard 1881–1913	1919– 1938	Bretton Woods 1946–70	Bretton Woods 1959–70	Flexible Wechselkurse 1974–89
Wechselkurs (Veränderung %)	0,8 1,1	8,6 11,1	4,6 11,2	0,8 1,8	8,9 6,9
Inflationsrate %	1,0 3,4	-1,1 7,7	3,6 4,6	3,9 1,8	7,2 3,3
Kurzfristige Zinsen %	3,2 0,7	2,9 1,3	4,2 1,8	5,1 1,4	8,5 2,5
Reales Wirtschaftswachstum %	1,5 3,7	1,2 6,8	4,2 2,7	4,5 1,8	2,2 2,3

Quelle: Bordo, Michael D. / Eichengreen Barry: A retrospective on the Bretton Woods system, Chicago: Chicago University Press, 1993, S. 7–10.

# Was kam danach?

- Treffen 1971 in Washington mit Abwertung des Dollar auf \$38
  - Erhöhung der zulässigen Schwankungen zum Dollar von 1% auf 2,25%, bedeutete +/- 4,5% innerhalb der europäischen Währungen
- Einführung der „Währungsschlange“ 1972-79 [JR S. 291]
  - Abkommen über Schwankungen der europäischen Währungen zueinander; Begrenzung auf 2,25% („Schlange im Tunnel“)
  - Belgien, BRD, Frankreich, Italien, Luxemburg, Niederlande, Großbritannien, Irland, Dänemark
  - Häufige Paritätsänderungen, Verlassen der »Schlange« durch einzelne Länder
  - Dominanz der Bundesbank

## Europäisches Währungssystem (1979-1992/99)

- Bilaterale Wechselkurse:  $\pm 2,25\%$
- Gemeinschaftliche Rechenwährung: ECU
- Möglichkeit der Begleichung von Krediten in ECU
- Wechselkursänderungen erfordern einstimmigen Beschluss
- Mitglieder: Alle Länder der Gemeinschaft; Großbritannien nur 1990-1992
- Zunächst geringe, dann hohe Stabilität der Wechselkurse bis 1992



# Europäisches Währungssystem: Krise 1992/93

- Krisenzeichen
  - Italien und Großbritannien mussten das EWS verlassen
  - Spekulative Angriffe gegen Franz. Franc und eine Reihe kleinerer Währungen
  - August 1993 Festsetzung der Schwankungsbreiten auf  $\pm 15\%$
- Gründe
  - Unterschiedliche Geldpolitik
    - Die deutsche Wiedervereinigung erforderte nach 1989 eine restriktive Bundesbankpolitik
    - Abschwächung des Wirtschaftswachstums in anderen Ländern legte dort eine expansionäre Geldpolitik nahe

# Wahrscheinlichkeit der Durchsetzung des Vertrags von Maastricht

- Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Spanien
  - hohe Arbeitslosenraten wiesen deutlich höhere Arbeitslosenraten auf als die
  - Starker Abwertungsdruck
- BRD und Niederlande
  - Wesentlich niedrigere Arbeitslosigkeit
- Dies ließ die Durchsetzbarkeit der in Maastricht vereinbarten Stabilitätskriterien als zweifelhaft erscheinen

# Europäische Währungsunion: Der Plan

- Delors-Kommission: von den EG-Regierungschef 1979 eingesetzt
- Vertrag von Maastricht (1991) zur Gründung der Europäischen Union mit Stabilitätskriterien zur Verschuldung
  - Die Staatsverschuldung darf 60% des Volkseinkommens nicht überschreiten
  - Die Neuverschuldung des Staats darf 3% des Volkseinkommens nicht überschreiten
- Stufe 1 (1990): Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen
- Stufe 2 (1994): Verstärkte Kooperation
  - Aufbau eines europäischen Währungsinstituts und Intensivierung der Kooperation zwischen den Zentralbanken
  - Gesteigerte Bemühungen zur Politikharmonisierung zwecks Konvergenz
- Stufe 3 (spätestens 01.01.1999): Währungsunion
  - Voraussetzung: Erfüllung von Konvergenzkriterien

# Anpassung in der Währungsunion

- Ungleichgewichte können wieder auftreten
  - durch unterschiedliche Entwicklung von Faktorproduktivität
  - durch unterschiedliche Entwicklung Staatsverschuldung, z. B. wegen der unterschiedlichen Organisation der Sozialversicherung
- Mögliche Anpassungsmechanismen
  - Fiskalpolitik: Hoher Nachfrage (=>Inflation) ist durch restriktive Fiskalpolitik zu begegnen
- Faktormobilität
  - Da monetäre Anpassungsmechanismen weitgehend fehlen, müssen Unterschiede im Preisniveau durch Faktormobilität (Kapitalmobilität, Wanderung von Arbeitskräften) ausgeglichen werden
- Die Vertiefung des Binnenmarkts ist Voraussetzung für das Funktionieren des Verzichts auf monetäre Anpassungsvorgänge

# Fazit

- Nach dem 2. Weltkrieg rang man um ein neues internationales Währungsregime
  - Vor- und Nachteile von flexiblen und festen Währungssystemen sowie Zwischenlösungen sorgten dafür, dass die Systeme nie sehr lange hielten
  - Währung und Realwirtschaft hängen stark voneinander ab
- Der Euro, also die Europäische Währungsunion lassen sich als eine Variante in diesem Ringen begreifen
- Es werden Anpassungsleistungen der Mitgliedsländer gefordert, die vor dem Euro oft durch Austreten einzelner Länder vermieden wurden
- Das Überleben des Euro wird davon abhängen, ob man dem Ziel eines gemeinsamen Wirtschaftsraums näher kommt