

## 4. SWAPABKOMMEN ZWISCHEN DEN ZENTRALBANKEN

### 4.1 Kooperation der Zentralbanken 1961 – 1969: Überblick

Anfang der siebziger Jahre kommentierte der US-Finanzminister John Connally die Rolle der amerikanischen Währung im internationalen Währungsgefüge mit den vielzitierten Worten: „The dollar may be our currency but it's your problem.“<sup>1</sup> Bisweilen gewinnt man den Eindruck, daß dieser sarkastische Kommentar nicht nur für das Jahr 1971 Gültigkeit hatte, sondern auch für die sechziger Jahre. Dies trifft insbesondere für die z. T. destabilisierenden Folgen der US-Währungspolitik während dieses Jahrzehnts zu, die schon im Zusammenhang mit dem Triffin-Dilemma angedeutet worden sind und sich im Zusammenhang mit der Finanzierung des eskalierenden Vietnamkrieges in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre verschärften.<sup>2</sup> Dieses und andere Probleme des Systems von Bretton Woods (z. B. das Zinsdilemma und der unzulängliche Anpassungsmechanismus) sind schon theoretisch erörtert worden<sup>3</sup> und sollen nun mit Hilfe der Archivunterlagen genauer untersucht werden, wobei die Einsichten in die Bundesbankpolitik aus dem vorhergehenden Kapitel in den internationalen Kontext eingeordnet werden. Hierbei wird nicht nur zu zeigen sein, daß sich die beteiligten Akteure des Ernstes der Lage schon Anfang der sechziger Jahre bewußt waren, sondern wie sie auf Basis ihrer Interpretation der Probleme spezifische Reformansätze entwickelten und warum die Swapabkommen eine so wichtige Rolle spielten. Bevor diese Fragen im Lauf des folgenden Kapitels geklärt werden, sollen in diesem Abschnitt zunächst die Probleme von Bretton Woods und die Lösungsansätze einführend geschildert werden.

Zu den langfristigen Problemen von Bretton Woods gehörte der Mangel an internationaler Liquidität, wobei dieser Begriff je nach Kontext definiert werden muß. Laut Genberg und Swoboda zählen zur internationalen Liquidität die Ressourcen, die den währungspolitischen Institutionen zur Finanzierung externer Ungleichgewichte zur Verfügung stehen, ohne dabei einen binnenwirtschaftlichen Anpas-

---

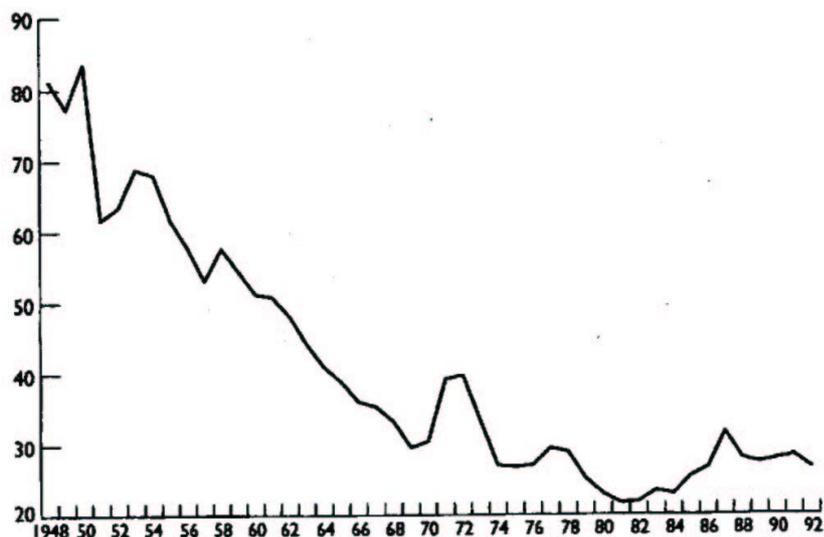
<sup>1</sup>James 1996: 210. Vgl. auch Solomon 1982: 190ff. und Coombs 1976: 1ff.

<sup>2</sup>Vgl. Abschnitt 1.1. Vgl. auch Williamson 1973: 708ff.

<sup>3</sup>Vgl. Abschnitt 2.1.2.

sungsprozeß auszulösen.<sup>4</sup> In jedem Fall würden damit die Gold- und konvertiblen Fremdwährungsbestände Teil der Liquiditätsreserve einer Zentralbank sein. Des weiteren können ihre Ziehungsrechte beim Internationalen Währungsfond dazugezählt werden. Ein Grenzfall, der später eingehender zu diskutieren sein wird, stellen die zusätzlichen Währungsreserven dar, die sich die Zentralbanken in Rahmen der Swapabkommen kurzfristig gegenseitig zur Verfügung stellten.<sup>5</sup>

Schaubild 4-1: Weltwährungsreserven als Anteil der Weltimporte 1948 – 1992



Quelle: James 1996: 153.

Der sich verschärfende Mangel an Liquidität läßt sich u. a. durch das Verhältnis von internationalen Währungsreserven zu Weltimporten illustrieren, wobei die zugrundeliegende Annahme ist, daß die Währungsreserven proportional zum Handelsvolumen wachsen sollten.<sup>6</sup> Wie in Schaubild 4-1 zu erkennen ist, war der

<sup>4</sup>Genberg und Swoboda 1993: 271ff. Zur Definitionsfrage vgl. auch Jarchow 1966: 147ff. und Williamson 1973: 686f.

<sup>5</sup>Genberg und Swoboda 1993: 272.

<sup>6</sup>Zu den theoriegeschichtlichen Aspekten der Bestimmung der Liquiditätsreserve, insbesondere im Verhältnis zu den Importen, vgl. Williamson 1973: 688ff. und 735ff.

Anteil der Weltwährungsreserven an den Weltimporten nicht annähernd konstant, sondern sank wegen des starken Wachstums des Welthandels kontinuierlich von ca. 55% Ende der fünfziger Jahre auf ca. 30% Ende der sechziger Jahre – ein Niveau, welches als unzureichend angesehen wurde.<sup>7</sup>

Die fehlende internationale Liquidität war ein Resultat des von Triffin formulierten und schon mehrfach erwähnten Dilemmas.<sup>8</sup> Entweder konnten die USA unter Inkaufnahme der kontinuierlichen Reduzierung ihrer Goldreserven auf dem Wege des Zahlungsbilanzdefizits der Weltwirtschaft zusätzliche Liquidität in Dollar zur Verfügung stellen, welches letztendlich das Vertrauen in den Dollar als Leitwährung schwächen würde, oder die USA konnten, was ebenfalls keine attraktive Lösung war, die Zahlungsbilanzdefizite einschränken und damit der Weltwirtschaft die benötigten Liquiditätszuwächse vorenthalten. Von besonderem Interesse in dieser Debatte ist ein Memorandum von Otmar Emminger, welches sich mit Triffins Analyse beschäftigt und dessen Schlußfolgerungen auch von der Federal Reserve Bank of New York beachtet wurden.<sup>9</sup> Emminger kam 1960 zu folgendem Ergebnis:

Allerdings sollte [...] das Triffin-Problem nicht bagatellisiert werden. Auf lange Sicht könnte sich das von ihm dramatisierte Problem einer generellen Diskrepanz zwischen Währungsreserven und weltwirtschaftlichem Wachstum einmal stellen. Auf kurze Sicht jedoch könnte eher die andere Seite des Dilemmas, die Triffin in seinen Aufsätzen meist als unwahrscheinliche Hypothese abtut, nämlich ein hartnäckiges Defizit der amerikanischen Zahlungsbilanz mit seinen Gefahren für den US-Dollar, von Bedeutung werden.<sup>10</sup>

Eine spätere Einschätzung dieser Entwicklung stammt von Milton Gilbert, der in der zweiten Hälfte der sechziger Jahren Berater der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich war. Gilbert konzentrierte sich dabei wie Triffin auf die Entwicklung der Goldreserven, die er als unzureichend ansah und deren Ergänzung durch ein

---

Diese Analyse kann auch auf ein einzelnes Land angewendet werden. Hierbei wird das Verhältnis von Währungsreserven zu den Leistungsbilanzdefiziten analysiert. Die Quote gibt an, wie lange das externe Ungleichgewicht mit den vorhandenen Währungsreserven finanziert werden kann.

<sup>7</sup>Vgl. z. B. James 1996: 153. Vgl. auch Genberg und Swoboda 1993: 280f.

<sup>8</sup>Vgl. z. B. Triffin 1960: 8ff. und 77ff. und Triffin 1957 oder „Dilemma of reserve currencies“, Memorandum vom 26.2.1962 (BoE C 43 / 46).

<sup>9</sup>„Der Triffin-Plan zur Abwehr einer weltweiten Knappheit an Währungsreserven“, Memorandum von O. Emminger, 30.7.1960, insbesondere S. 8ff. (HA Bbk N2 / K 124).

<sup>10</sup>Vgl. ebd. S. 12. Unterstreichungen im Originaltext.

anderes Reservemedium als Gold er für unerlässlich hielt.<sup>11</sup> Im Vergleich zur Analyse Emmingers wird in den Artikeln Gilberts die Verschlechterung der Situation seit den frühen sechziger Jahren und insbesondere der sich ergebende akute Handlungsbedarf deutlich. Dieser bestand auch aus Sicht der amerikanischen Währungshüter. Stellvertretend sei hier ein Memorandum von Charles Coombs zitiert, der auf folgendes hinweist:

With market and public opinion thus sensing a need for reform, I think we should be careful to avoid any impression of standing put, but should rather seize the opportunity to push through several new measures to reinforce the existing machinery. Unless we do so, there will be a risk of a sudden coalescence of opinion around some proposal which would prove on closer examination to be inimical to the United States interests.<sup>12</sup>

Die Befürchtung, daß sich eine Koalition um einen Reformvorschlag bilden könnte, der den Interessen der USA zuwiderlaufen würde, gründete sich darauf, daß in der Diskussion über die Fehlentwicklungen von Bretton Woods insbesondere das Verhalten der US-amerikanischen Währungsbehörden kritisiert wurde.<sup>13</sup> So wurde wiederholt behauptet, daß die USA ihre inflationäre Politik den anderen Ländern, vor allem der Bundesrepublik, aufzwingen würden. Ein Vergleich der Inflationsraten (s. Schaubild 3–15) zeigt jedoch, daß in der Phase vollkonvertibler europäischer Währungen die Inflationsraten in den USA erst ab 1967 über denen der BRD lagen.<sup>14</sup> Dies wird auch aus dem Vergleich der akkumulierten Inflation in den USA, der BRD und Großbritannien deutlich (vgl. Schaubild 4–2). Erst Ende der sechziger Jahre weisen die USA ein höheres Inflationsniveau als Westdeutschland auf, während Großbritannien die Rolle des relativen „Inflationstreibers“ spielte.<sup>15</sup>

---

<sup>11</sup>Vgl. Gilbert 1966: 12ff. und den exzellenten Übersichtsartikel Gilbert 1968.

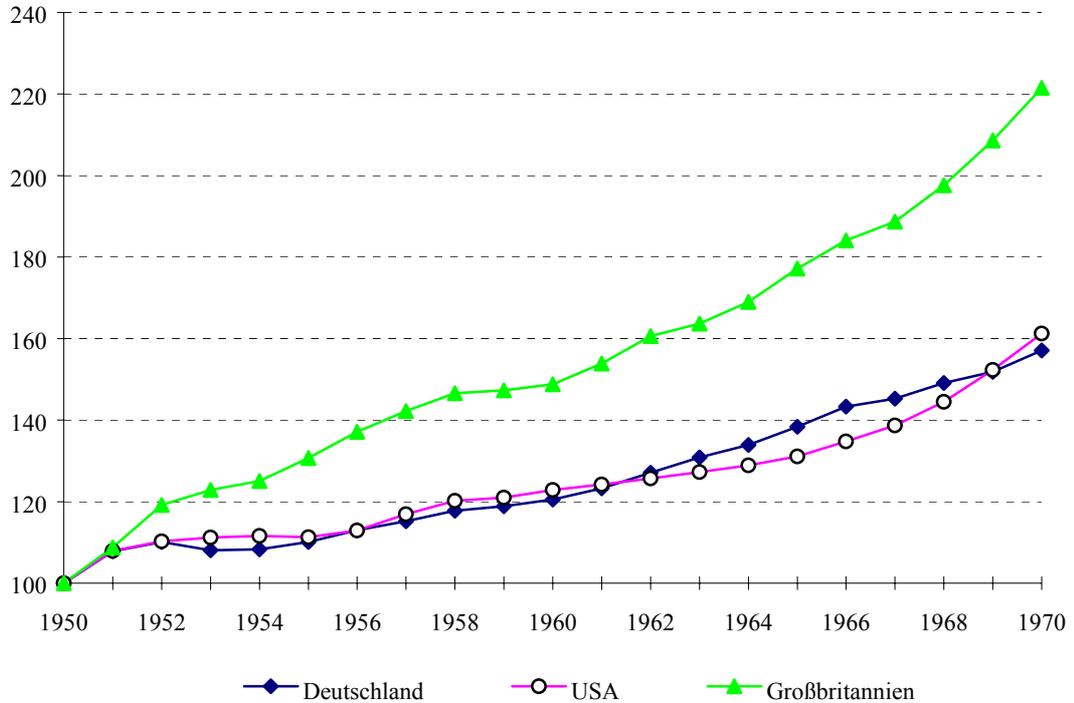
<sup>12</sup>„The international liquidity debate“, Brief von Charles Coombs an A. Hayes, 30.4.1965, S. 1 (FRBNY C 260 Foreign Exchange, 1963 – 65). Hierbei ist einschränkend anzumerken, daß auch andere, weniger kritische Einschätzungen in der FRBNY vertreten wurden, vgl. „International liquidity“, Memorandum der Forschungsabteilung der FRBNY, 26.7.1965 (FRBNY C 260 Foreign Exchange, 1963 – 65).

<sup>13</sup>Vgl. z. B. Diskussionen in der Working Party 3 der OECD, Solomon 1982: 53ff.

<sup>14</sup>Vgl. auch Yeager 1976: 566ff., Eichengreen 1998: 130f und Genberg und Swoboda 1993: 303.

<sup>15</sup>Es sei angemerkt, daß die Preissteigerungsraten in Frankreich noch höher waren (vgl. Abschnitt 4.4). Der in Schaubild 4–2 verwendete Index betrug 1970 in Frankreich 258 (1950 = 100).

Schaubild 4-2: Entwicklung der Inflation in der BRD, Großbritannien und den USA 1950 – 1970 (1950 = 100)



Quelle: Maddison 1991, Tabelle E.4.

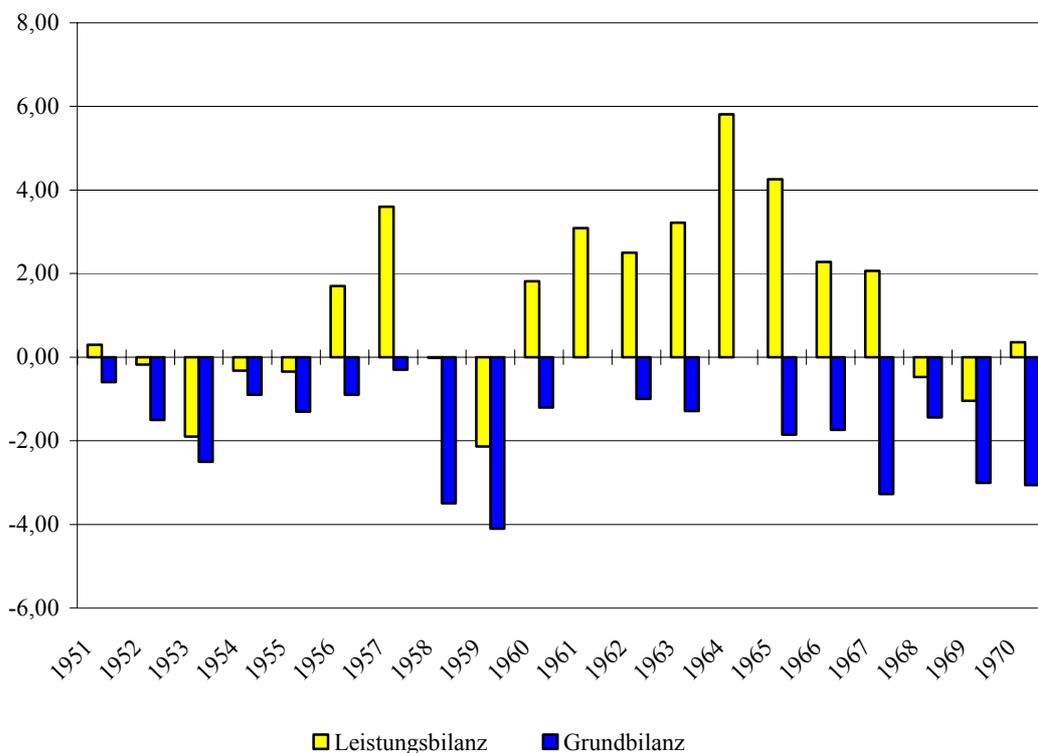
Eine weitere Differenzierung der Rolle, die die USA in den sechziger Jahren spielten, ergibt sich aufgrund der Zahlungsbilanzstatistiken (vgl. Schaubild 4-3). Zwischen 1959 und 1969 war die Leistungsbilanz der USA nur in den Jahren 1959, 1968 und 1969 negativ, d. h. nur in diesen Jahren wurde ein Devisenexport durch die realwirtschaftliche Situation bedingt.<sup>16</sup> Jedoch war die Grundbilanz, d. h. die Zusammenfassung von Leistungsbilanz und langfristiger Kapitalbilanz, (fast) durchgehend negativ. Mit anderen Worten, es fand ein kontinuierlicher Kapitalexport aus den USA, insbesondere nach Europa statt, der u. a. durch ein höheres europäisches Zinsniveau ausgelöst wurde.<sup>17</sup> Wichtig waren zudem die durch die Regierung gesteuerten Übertragungen, ohne welche die Leistungsbilanz deutlich positiv ausgefallen wäre. Hierbei sind insbesondere die Militärausgaben zu nennen, welche zwischen

<sup>16</sup>James 1996: 207f. Eine detaillierte Analyse der verschiedenen Aspekte der Zahlungsbilanz findet sich bei Block 1977, Teil II.

<sup>17</sup>Vgl. z. B. Gilbert 1966: 8ff.

1960 und 1969 im Schnitt 3,5 Mrd. US-Dollar betragen.<sup>18</sup> Diese Ausgaben waren aus Sicht der USA kaum einzuschränken, da – wie Fred Block formuliert – „a structural solution to the deficit would have required a fundamental shift in the American military stance and in the American orientation towards overseas political and economic expansion.“<sup>19</sup>

Schaubild 4–3: Saldo der Leistungs- und Grundbilanz der USA  
(in Mrd. US-Dollar) 1951 – 1970



Quelle: Yeager 1976: 570f.

Die (fast) andauernd negative Grundbilanz wirkte sich natürlich auf die amerikanischen Goldreserven aus, die am Ende des Zweiten Weltkriegs noch ca. 60% der Weltgoldreserven ausmachten.<sup>20</sup> Wie in Schaubild 4–4 zu erkennen, nahmen diese schon in den fünfziger Jahren ab.<sup>21</sup> Der kontinuierliche und massive

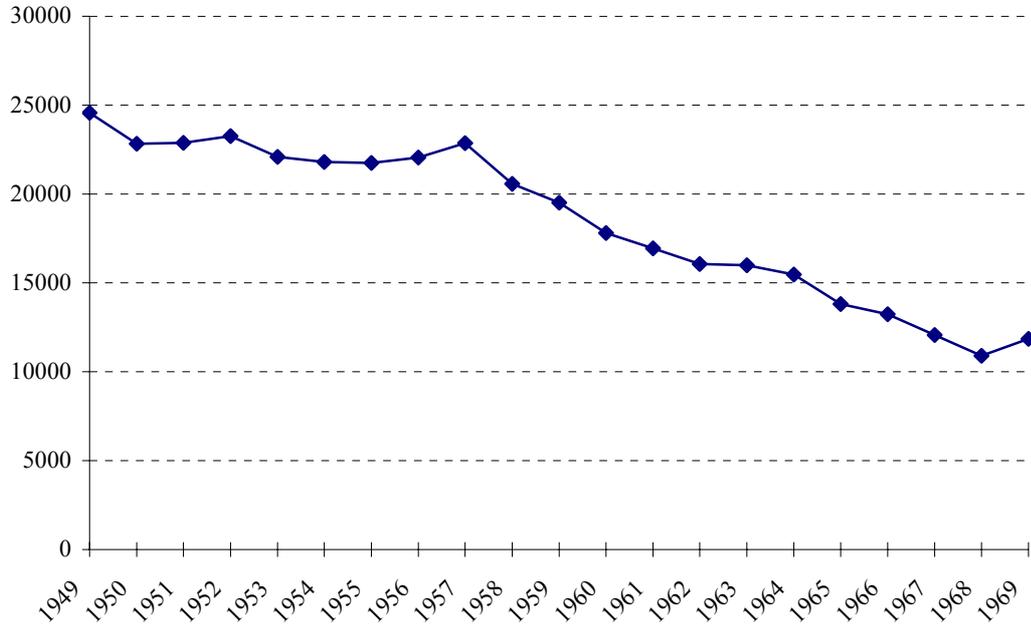
<sup>18</sup>Vgl. Block 1977: 141, eigene Berechnungen.

<sup>19</sup>Block 1977: 163.

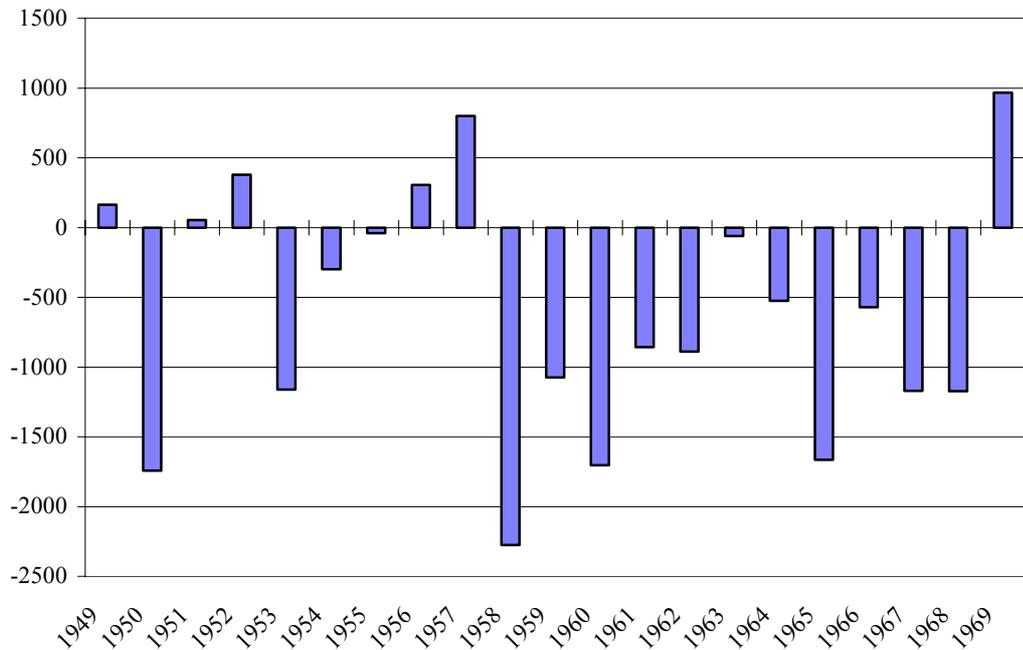
<sup>20</sup>Coombs 1976: 6.

<sup>21</sup>Die Goldreserven reduzierten sich von 22,8 Mrd. (1950) auf 20,6 Mrd. US-Dollar (1958).

Schaubild 4-4: Goldreserven der USA (in Mio. US-Dollar)  
1949 – 1969



Veränderung der Goldreserven zum Vorjahr (in Mio. US-Dollar)



Quelle: Monthly Review of the Federal Reserve Bank of New York, verschiedene Jahrgänge.

Goldverlust erfolgte jedoch in den sechziger Jahren, als die Reserven zwischen 1959 und 1968 von 19,5 Mrd. auf 10,9 Mrd. US-Dollar zusammenschmolzen, welches einer Reduzierung um 44% entsprach.<sup>22</sup>

Diese grundlegenden Probleme eines globalen Liquiditätsmangels und der spezifischen Rolle den USA wurden auch in einer Reihe von Krisen sichtbar, von denen die wichtigsten hier erwähnt und später eingehender beschrieben werden.<sup>23</sup> Der Auftakt zum Reigen der Währungskrisen in den sechziger Jahren war der sogenannte *Gold rush* im Oktober 1960, als der Marktpreis für die Feinunze Gold über 35 US-Dollar stieg und die Problematik der Golddeckung illustrierte. 1961 sorgte die Spekulation auf eine Aufwertung der D-Mark, die im März desselben Jahres erfolgte, für erhebliche Unruhe auf den Devisenmärkten, wobei diese sich auch negativ auf die Position des britischen Pfundes auswirkte. Mitte der sechziger Jahre standen die Bank of England und ihre Bemühungen, die Parität zu verteidigen, im Zentrum des Interesses. Obwohl auch Erfolge erzielt wurden, wie z. B. in der international koordinierten „Bärenhatz“ (*Bear squeeze*) im September 1965, mußte das Pfund 1967 letztendlich doch abgewertet werden. Die letzten Währungskrisen der sechziger Jahre wurden durch die politischen Unruhen in Frankreich und Spekulationen auf eine Abwertung des französischen Francs eingeleitet. Nachdem der Versuch einer geordneten Anpassung der Paritäten auf der Bonner Konferenz im November 1968 gescheitert war, kam es im August 1969 zunächst zur Abwertung der französischen Währung und im Oktober zur Aufwertung der D-Mark.

Zusammenfassend läßt sich Bretton Woods in den sechziger Jahre als ein Fixwechselkursystem darstellen, welches insbesondere gegen Ende des Jahrzehnts vom Paradoxon mangelnder Liquidität und steigender Inflation geprägt war. Die schon früh erkannten Mängel führten zu einem unbefriedigenden Funktionieren des Systems, wobei sich der Handlungsbedarf im Lauf der Jahre ständig vergrößerte. Vor diesem Hintergrund wurde eine Reihe von Lösungsansätzen entwickelt, die von der Notwendigkeit zur internationalen Kooperation geprägt waren. Bevor diese Reformversuche genauer geschildert werden, sollen zunächst die verschiedenen Rollen und

---

<sup>22</sup>Es sei angemerkt, daß diese Entwicklung auch Ausdruck einer sich verändernden Rolle der USA in der Weltwirtschaft war, in der die USA in immer geringerem Maße Nettogläubiger waren. So verringerte sich die Nettovermögensposition der USA (gemessen in Prozent des BSP) von 11,5% (1951) auf 5,6% (1970), vgl. Holtfrerich und Schötz 1988: 9f. und 37f.

Interessen der beteiligten Regierungen und Zentralbanken deutlich gemacht werden.<sup>24</sup>

Die USA versuchten, zwei konkurrierenden Anforderungen gerecht zu werden: auf der einen Seite als Leitwährungsland eine besondere Verantwortung für das System zu tragen, auf der anderen Seite ihren militärischen und politischen Verpflichtungen und Ambitionen nachzukommen. Diese zwiespältige Rolle prägte auch eine Reihe von Reformmaßnahmen Anfang der sechziger Jahre, die die USA selbstständig oder allenfalls bilateral umsetzen konnten. So wurde vor dem Hintergrund der Erfahrung des Jahres 1959 versucht, die befürchteten Leistungsbilanzdefizite zu reduzieren, indem man z. B. in recht harten Verhandlungen die Kosten für die Truppenstationierung in der Bundesrepublik senkte. In die gleiche Richtung, d. h. eine Vermeidung eines Leistungsbilanzdefizits, zielte die Exportförderung z. B. durch den Trade Expansion Act.<sup>25</sup> Hinsichtlich der defizitären Grundbilanz wurde versucht, den Kapitalexport und damit die möglichen Goldverluste zu verlangsamen. In diesem Zusammenhang sind die Interest Equalization Tax,<sup>26</sup> welche eine Form der Devisenkontrolle darstellte, und die Roosa Bonds zu nennen, die später eingehender geschildert werden.<sup>27</sup>

Großbritannien fiel – wie schon angedeutet – in den sechziger Jahren die Rolle des Abwertungskandidaten zu, wobei die Situation aus britischer Sicht im Zeitraum von 1964 bis zur Abwertung im November 1967 besonders kritisch war. Der fast verzweifelte Kampf um die Beibehaltung der Parität, bei dem binnenwirtschaftliche Überlegungen kaum eine Rolle spielten, erklärt sich aus zwei Motiven: zum einen aus dem drohenden Prestigeverlust Großbritanniens im Falle einer Abwertung, zum anderen aus einem ausgeprägten Verantwortungsgefühl für Bretton Woods und insbesondere die *Sterling area*.<sup>28</sup>

Im Gegensatz zum britischen Pfund wurde die D-Mark fast durchgehend als Aufwertungskandidat gesehen, und für die Bundesbank spielten binnenwirtschaftliche Überlegungen bei der Gestaltung der Währungspolitik eine erhebliche Rolle. Wie schon im dritten Kapitel geschildert, kämpfte die Bundesbank während des ge-

---

<sup>23</sup>Eine gute Übersichtsdarstellung, in der auch die Dramatik der Krisen aus Sicht der Akteure deutlich wird, bietet Coombs 1976.

<sup>24</sup>Vgl. auch Abschnitt 1.3.

<sup>25</sup>Block 1977: 173ff. Vgl. auch Tew 1985: 105ff.

<sup>26</sup>Vgl. z. B. Block 1977: 182ff., Solomon 1982: 47f. und Eichengreen 1998: 120f.

<sup>27</sup>Vgl. z. B. Ehrig 1973: 104ff. und Janocha 1966: 85ff.

samten Zeitraums mit inflationär wirkenden Liquiditätszuflüssen, gegen die sie sich aufgrund des Zinsdilemmas jedoch nur begrenzt wehren konnte. Der entscheidende Aspekt der Reaktion auf diese Problematik war die sich verändernde Perzeption von Bretton Woods. Erst eine pragmatischere Sicht des Fixwechselkurssystems erlaubte den verstärkten Einsatz des Swapinstruments.

Diese unterschiedliche Rollenverteilung und Interessenslagen bestimmten in erheblichem Maß die Reaktionen der beteiligten Zentralbanken auf die Reformvorschläge und behinderten bisweilen deren Umsetzung, so daß nur durch eine bewußt geförderte internationale Kooperation diese Hindernisse überwunden werden konnten. Eine enge Abstimmung zwischen den Zentralbanken, wie sie z. B. durch die monatlichen Treffen der Gouverneure bei der BIZ in Basel ermöglicht wurde, war auch notwendig, um Lösungswege durch das Labyrinth der Institutionen der internationalen Währungspolitik zu finden. Die Zentralbankgouverneure mußten sich mit ihren Finanzministern abstimmen, Interventionen des IWF mußten mit den G10 koordiniert werden und Diskussionsergebnisse der Working Party 3 der OECD wiederum an die Zentralbanken weitergeleitet werden. Wie schädlich fehlende Kooperation sein konnte, läßt sich am Beispiel der Bonner Konferenz im November 1968 illustrieren, bei der es zu erheblichen Spannungen zwischen den Notenbankgouverneuren und den Finanzministern kam.<sup>29</sup>

Trotz dieser Schwierigkeiten wurde in den sechziger Jahren eine Reihe von Reformplänen umgesetzt, die auf die internationale Zusammenarbeit setzten und sich darauf konzentrierten, bestimmte Aspekte von IWF-Interventionen zu modifizieren oder sie zu ergänzen. Die fünf wichtigsten sollen im folgenden geschildert werden: der Goldpool, die Allgemeine Kreditvereinbarung (AKV), die IWF-Quoten, die Sonderziehungsrechte (SZR) und schließlich die Swapabkommen.

Der Goldpool war eine Kooperationsvereinbarung zwischen einer Reihe von Zentralbanken mit dem Ziel, den Marktpreis für Gold in London, dem damals wichtigsten Umschlagplatz, durch Interventionen bei 35 US-Dollar zu stabilisieren.<sup>30</sup> Diese Pläne wurden vor dem Hintergrund des *Gold rush* vom Oktober 1960 entwickelt,

---

<sup>28</sup>Vgl. Abschnitt 4.2.2 und z. B. die Analyse bei Cairncross und Eichengreen 1983.

<sup>29</sup>Vgl. Coombs 1976: 183ff. und z. B. Martin Gilbert über das problematische Verhältnis von Zentralbanken und den G10, vgl. „The issue for the central banks in the Group of Ten negotiations“, Memorandum von M. Gilbert, März 1967 (BIZ 6. Finance and Economics, 6.61)

als der Preis bis auf 40 US-Dollar pro Feinunze angestiegen war. Angesichts der zentralen, wenn auch unglücklichen Rolle des Goldes als Reservemittel bedeutete jedes Ansteigen des Preises der Feinunze über die in den IWF-Statuten festgelegte Marke von 35 Dollar eine Gefahr für die amerikanischen Goldreserven und damit das Bretton Woods System an sich.<sup>31</sup>

Die Allgemeinen Kreditvereinbarungen wurden zwischen dem IWF und den Zentralbanken (oder Regierungen) der zehn wichtigsten westlichen Industrieländern abgeschlossen, wobei letztere dem Währungsfond unter bestimmten Bedingungen Liquidität zur Verfügung stellten.<sup>32</sup> Der Mangel des IWF an anderen Reservewährungen als US-Dollar und Pfund Sterling sollte auf diese Weise behoben werden und der IWF auf diesem Weg gestärkt werden. Die AKV traten im Januar 1962 in Kraft. Ihr Volumen wurde zunächst auf den Gegenwert von 6 Mrd. US-Dollar beschränkt.<sup>33</sup> Während der sechziger Jahre spielten die AKV eine entscheidende Rolle z. B. bei der Unterstützung der Bank of England.<sup>34</sup> Da die Mittel aus der Kreditvereinbarung nur den Mitgliedsländern zur Verfügung gestellt wurden, verstärkte die Kreditvereinbarung den Zusammenhalt zwischen diesen und bildete den Nukleus für die G10.<sup>35</sup>

Zwei Reformen, die unmittelbar den IWF betrafen, waren die Erhöhung der Quoten und die Schaffung der Sonderziehungsrechte. Die IWF-Quoten wurden aus ähnlichen Motiven, wie sie beim Abschluß der AKV eine Rolle spielten, 1966 erhöht. Dennoch war das Verfahren der Ziehungen relativ umständlich und publizitätsträchtig. Des Weiteren waren die Laufzeiten, die normalerweise zwischen 3,5 und 5 Jahren schwankten, zum Ausgleich von Zahlungsbilanzdefiziten geeignet, weniger jedoch zur Bekämpfung kurzfristiger Währungskrisen.<sup>36</sup> Die Einführung der Sonderziehungsrechte stellte eine grundlegendere Reform des IWF dar, da die SZR eine

---

<sup>30</sup>Im Originalvorschlag von Coombs von 1961 sollten die USA, die BRD, Großbritannien, Italien, Frankreich, die Schweiz, die Niederlande und Belgien insgesamt den Gegenwert 270 Mio. US-Dollar zum Interventionspool beisteuern, s. Coombs 1976: 61f.

<sup>31</sup>Eine Befürchtung bezog sich darauf, daß Zentralbanken der Versuchung von Arbitragegewinne nicht widerstehen würden und ihre Goldreserven aus den Beständen der Federal Reserve aufstocken würden. Vgl. Coombs 1976: 42ff., Fensch 1963: 87ff., Janocha 1966: 92ff und Tüngeler 1979/82, Teil II, S. 60ff.

<sup>32</sup>Diese Länder waren: USA, BRD, Japan, Frankreich, Großbritannien, Italien, Kanada, Niederlande, Belgien und Schweden. Die Schweiz war seit 1964 assoziiertes Mitglied. Vgl. Jarchow und Rühmann 1993: 136ff.

<sup>33</sup>Tew 1985: 116.

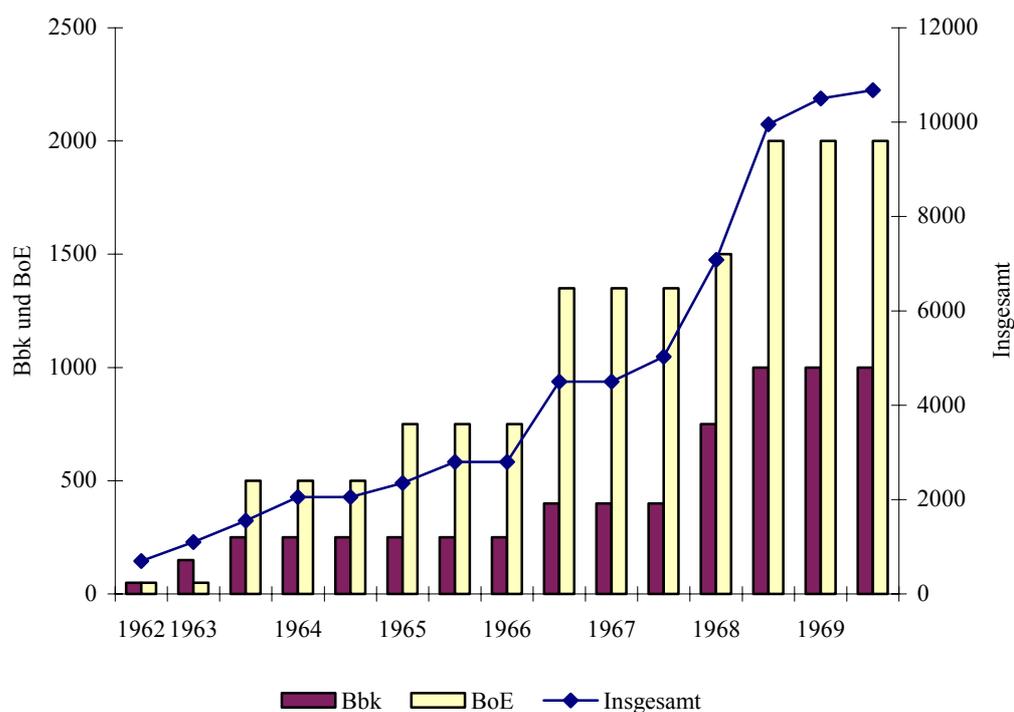
<sup>34</sup>Vgl. Abschnitt 4.3.

<sup>35</sup>Vgl. James 1996: 161ff., Jarchow und Rühmann 1993: 136ff., Solomon 1982: 43ff. sowie Deutsche Bundesbank 1992: 9 und 344ff.

<sup>36</sup>Jarchow und Rühmann 1993: 122ff.

künstliche Ausweitung der knappen Währungsreserven darstellten und das von Triffin beschriebene Problem an der Wurzel bekämpfen sollten.

Schaubild 4-5: Swapvereinbarungen der FRBNY (in Mio. Dollar) 1962 – 1969



Quelle: Vgl. Tabelle 4-5 im Anhang.

Da sich die Diskussionen über die Ausgestaltung der SZR jedoch während der sechziger Jahre hinzogen und die Statutenänderung erst 1969 wirksam wurde, spielten die SZR für den betrachteten Zeitraum eine untergeordnete Rolle.<sup>37</sup>

Die Swapabkommen, die fünfte Neuerung in der internationalen Währungspolitik, erlaubten den partizipierenden Zentralbanken, sich gegenseitig kurzfristig Liquidität zur Verfügung zu stellen. Sie entstanden auf Initiative der USA und wurden als bilaterale Abkommen zwischen der Federal Reserve Bank of New York und anderen Zentralbanken ab 1962 abgeschlossen, wobei diese Fazilität die Form eines Swapgeschäfts annahm. Einer der wichtigsten Aspekte dieser Abkommen war, daß nach dem Abschluß die vereinbarten Mittel als Stand-by-Kredite zur Verfügung

<sup>37</sup>Eine ausführliche Schilderung der Diskussionen in der Vorbereitung der SZR findet sich bei James 1996: 165ff. Vgl. auch Jarchow und Rühmann 1993: 122ff.

standen, also im Fall einer Währungskrise extrem kurzfristig und unbürokratisch eingesetzt werden konnten.<sup>38</sup> Nicht nur die Zahl der abgeschlossenen Abkommen, sondern auch das Volumen zeigen, wie die bilateralen Vereinbarungen zu einem Swapnetzwerk zusammenwuchsen.<sup>39</sup>

Wie in Schaubild 4–5 zu erkennen ist, stieg das Gesamtvolumen der Swapvereinbarungen zwischen 1962 und 1969 von 700 Mio. auf 10,7 Mrd. US-Dollar an. Auch die Höhe der Abkommen zwischen der Federal Reserve Bank of New York und der Bundesbank einerseits und der Bank of England andererseits nahm kontinuierlich zu. Zum Zeitpunkt der britischen Abwertung stand der Bank of England eine Swaplinie von 1,35 Mrd. Dollar zur Verfügung. Um die Bedeutung dieser Vereinbarungen zu illustrieren, eignet sich ein Vergleich mit den „klassischen“ Währungsreserven, die den Zentralbanken zur Verfügung standen. Dieser Ansatz erscheint legitim, da die aus den Swapvereinbarungen gewonnenen Devisen zumindest in der kurzen Frist internationale Liquidität ersetzen konnten.<sup>40</sup> So schwankten z. B. die britischen Währungsreserven 1967 um 1 Mrd. Pfund, also ca. 2,8 Mrd. US-Dollar,<sup>41</sup> d. h. die der Bank of England zur Verfügung stehende Swaplinie entsprach fast 50% ihrer Währungsreserven.

Vor dem Hintergrund der geschilderten grundlegenden Defizite des Bretton Woods Systems und der wichtigsten Reformansätze ergeben sich eine Reihe von Fragen, die in den folgenden Abschnitten des Kapitels geklärt werden sollen:

(i) Welche spezifischen Erfahrungen und welche Schlußfolgerungen waren notwendig, um die geschilderten Reformen durchzusetzen? Hierbei geht es nicht darum, die Grundproblematik zu wiederholen, sondern zu verdeutlichen, welche Erfahrungen für Akteure so entscheidend waren, daß sie handelten.

(ii) Welche spezifischen Vorteile bot das Swapnetzwerk im Vergleich zu anderen Refinanzierungsmöglichkeiten? Hierbei müssen insbesondere institutionelle und technische Aspekte Beachtung finden.

---

<sup>38</sup>Vgl. z. B. Ehrig 1973: 117ff., Janocha 1966: 58ff., und Tüngeler 1979/82, Teil II, S. 58. Des weiteren Coombs 1976: 69ff. und seine Berichte über die „Treasury and Federal Reserve foreign exchange operations“ im *Monthly Review of the Federal Reserve Bank of New York*, z. B. im Oktober 1962.

<sup>39</sup>Die einzelnen Abkommen werden in Abschnitt 4.2.2 eingehender geschildert.

<sup>40</sup>Vgl. Genberg und Swoboda 1993: 272.

<sup>41</sup>Vgl. Schaubild 4–8 und Abschnitt 4.3.

(iii) Inwieweit konnte das gezielte Spiel mit den Devisenmärkten im Einzelfall erfolgreich sein? Welche begleitenden Maßnahmen der Zentralbank und der Regierung gehörten dazu?

(iv) Obwohl die internationale Zusammenarbeit vergleichsweise gut funktionierte<sup>42</sup> bleibt die Frage, ob internationale Kooperation allein ausgereicht hätte, um die grundlegenden Probleme von Bretton Woods zu lösen und so das System als Ganzes zu retten.

## 4.2 Anfänge der koordinierten Swapinterventionen 1961 – 1963

### 4.2.1 Währungskrise 1961

Die Aufwertung der D-Mark im März 1961 markierte nicht nur für die Bundesbank, sondern für alle Mitglieder des Bretton Woods Systems das Ende einer Periode, in der das Fixwechselkursystem unter den neuen Bedingungen freier Konvertibilität weitgehend sich selbst überlassen werden konnte. Der bleibende Eindruck, den die westdeutsche Paritätsänderung hinterließ, läßt sich zum einen aus der Bedeutung der Wirtschaft der BRD erklären. Zum anderen stellte die Krise im Frühling 1961 auch den vorläufigen Höhepunkt einer Reihe von Problemen dar, die zwar inhaltlich nicht direkt miteinander zusammenhingen, jedoch in der Gesamtschau den Eindruck einer allgemein unbefriedigenden Entwicklung von Bretton Woods hinterließen.

Die aus internationaler Sicht bedeutendste Krise vor 1961, die die Perzeption von Bretton Woods veränderte, war der schon erwähnte *Gold rush* im Oktober 1960, als der Preis für die Feinunze Gold in London, dem damals bedeutendsten Handelsplatz, kurzfristig den in den IWF-Statuten festgelegten Wert von 35 US-Dollar überstieg und bis zu 40 Dollar kostete. Diese Hausse wurde durch Spekulationen über die Erfolgsaussichten John F. Kennedys bei der bevorstehenden Präsidentschaftswahl ausgelöst. Es wurde befürchtet, daß Kennedys Politik nicht nur die Zahlungsbilanz der USA weiter verschlechtern würde, sondern daß der neue Präsident u. U. auch zum Mittel der Abwertung des Dollars greifen würde. Obwohl der Goldpreis durch Intervention der Bank of England bald wieder gesenkt und die Märkte durch Kennedys Versprechen, die Parität des US-Dollars zum Gold nicht zu verändern, beruhigt

werden konnten, war der Glaube an die 35-Dollar-Parität beschädigt worden, welches eine Hypothek in der Folgezeit darstellte. Oder wie es ein Mitglied der britischen Zentralbank formulierte: „The market has tasted blood.“<sup>43</sup>

Eine weitere Erkenntnis aus den Ereignissen im Herbst 1960 war die Notwendigkeit einer engeren Kooperation zwischen der US-amerikanischen und britischen Notenbank, was in der Praxis auf eine Unterstützung der Bank of England durch die Federal Reserve Bank of New York hinauslief. So wurden vor dem *Gold rush* schon Gespräche bezüglich der Rollenverteilung bei der Kurspflege am Londoner Markt geführt. Durch die Krisensituation wurde diese Rollenverteilung zumindest vorläufig geklärt: die FRBNY sicherte zu, etwaige durch die Intervention entstehende Verluste der Bank of England zu decken. Die langfristige Antwort auf die Frage, wie der Goldpreis gesteuert werden sollte, wurde durch die Schaffung des sogenannten Goldpools, einer Kooperationsvereinbarung zwischen einer Reihe von Zentralbanken, beantwortet.<sup>44</sup>

Vor dem Hintergrund dieser ersten international bedeutenden Krise des Bretton Woods Systems unter den Bedingungen vollständiger Ausländerkonvertibilität wurde der Aufwertungsdruck auf die D-Mark und die resultierende Unsicherheit in den Finanzmärkten von den Zentralbanken sehr ernst genommen.<sup>45</sup> Auch nach der Aufwertung der D-Mark um 5% hörten die Spekulationen nicht auf, u. a. da der Aufwertungssatz als unzureichend angesehen wurde, und wirkten sich insbesondere auf das britische Pfund aus, welches unter starken Abwertungsdruck geriet.

Die generelle Einsicht, daß eine einzelne Zentralbank nur sehr begrenzt in der Lage war, die Spekulationen an den Devisenmärkten zu unterdrücken, war auch die Grundlage für die international koordinierte Intervention der Zentralbanken an den Devisenmärkten. Im Frühjahr 1961 sind zwei besonders wichtige Interventionen zu nennen: zum einen der Versuch des US-Treasury in Kooperation mit der Bundesbank, den Terminmarkt für Dollar-D-Mark-Geschäfte zu beruhigen, zum anderen die Maßnahmen zur Stützung des britischen Pfundes, die im Rahmen der sogenannten

---

<sup>42</sup>Vgl. z. B. Eichengreen 1998: 135.

<sup>43</sup>Vgl. Coombs 1976: 53ff. und z. B. Solomon 1982: 35.

<sup>44</sup>Vgl. Coombs 1976: 60ff und Abschnitt 4.1.

<sup>45</sup>Dies galt um so mehr, als der Aufwertungsdruck seit Herbst 1959 bestand und z. B. schon im Sommer 1960 zu Aufwertungsgerüchten geführt hatte. Vgl. Schaubild 3–1 und die ausführliche Schilderung in Abschnitt 3.2.2.

Basler Abkommen von den wichtigsten westeuropäischen Zentralbanken vereinbart wurden.

Der erste Versuch, durch Devisentermingeschäfte den gesamten Devisenmarkt zu beeinflussen, wurde vom US-Treasury ab dem 13. März 1961 unternommen, wobei diese Transaktionen über die Federal Reserve Bank of New York abgewickelt wurden.<sup>46</sup> Technisch gestaltete sich die Intervention wie folgt: die FRBNY verkaufte D-Mark per Termin mit einer Laufzeit von drei Monaten, um den Report der D-Mark zu verringern. Die benötigten D-Mark wurden der FRBNY von der Bundesbank zur Verfügung gestellt, so daß weder deren Devisenbestände angetastet wurden noch ein Kursrisiko bestand. Nachdem die Terminverpflichtungen des US-Treasury im Mai ihren Höchststand mit 301,5 Millionen Dollar erreicht hatten, wurden sie kontinuierlich bis Herbst 1961 abgebaut. Im gleichen Zeitraum konnte der Report für dreimonatige Termin-DM von 2,21% p. a. unter 1% zurückgeführt werden.<sup>47</sup> Obwohl es sich streng genommen um eine Outright-Intervention handelte, war das Ziel doch die Verringerung des Swapsatzes, so daß diese Eingriffe in den Markt als legitimer Vorläufer der später abgeschlossenen „echten“ Swapgeschäfte angesehen werden können.<sup>48</sup>

Die zweite wichtige Neuerung im Frühjahr 1961 war die Kooperation der europäischen Zentralbanken bei der Stützung des britischen Pfundes, die sogenannten Basler Abkommen.<sup>49</sup> Wie dramatisch die Lage der Bank of England war, läßt sich anhand der Verluste an Währungsreserven im ersten Halbjahr 1961 verdeutlichen. Die Bank of England mußte fast 800 Millionen Dollar, d.h. 24% ihrer gesamten Währungsreserven, abgeben.<sup>50</sup> Im Rahmen des monatlichen Treffens der Notenbankgouverneure bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich wurde das Basler Abkommen verhandelt, welches der Bank of England auf dem Wege von Swapfazilitäten kurzfristig Devisen zur Verfügung stellte. Diese erreichten Mitte des

---

<sup>46</sup>Vgl. Bloomfield 1964: 7ff. und Janocha 1966: 40ff. Die FRBNY führte erst nach einer Statutenänderung ab dem Frühjahr 1962 selbstständig Swapgeschäfte durch, wobei sie formal sowohl im Auftrag der Federal Reserve Systems als auch der US-Treasury handelte. Vgl. auch Abschnitt 4.2.2.

<sup>47</sup>Janocha 1966: 40ff.

<sup>48</sup>Ehrig 1973: 91f.

<sup>49</sup>Beteiligt an den Basler Abkommen waren neben Großbritannien Belgien, Frankreich, Italien, die Niederlande, Schweden, die Schweiz und die Bundesrepublik. S. Janocha 1966: 55ff., vgl. auch Fensch 1963: 83 und Emminger 1986: 129ff.

<sup>50</sup>Vgl. Schaubild 4–7 und für eine Schilderung der Hintergründe aus britischer Sicht s. Blackaby 1978: 16ff.

Jahres ihren vorläufigen Höchststand mit 910 Millionen Dollar.<sup>51</sup> Die Neuerungen dieses Abkommens, welches zunächst auf drei Monate befristet war, jedoch wiederholt verlängert wurde, waren zum einen die enge Kooperation der beteiligten Zentralbanken und zum zweiten, daß die Swapfazilität als finanztechnisches Instrument gewählt wurde.<sup>52</sup>

Dem Basler Abkommen und der Intervention des US-Treasury war jedoch nicht nur die Anwendung des Swapinstruments gemeinsam, sondern auch daß beide Aktionen als äußerst erfolgreich und modellhaft angesehen wurden. Ein Mitglied der Federal Reserve Bank of New York kommentierte

While the recent steps were taken on an ad hoc basis, a major development in inter-central bank relations – possibly of historic significance – has actually taken place. Indeed, the institutional framework may have been found within which large-scale short-term capital movements among convertible currencies can and will have to be handled in the future.<sup>53</sup>

Eine unabdingliche Voraussetzung für diese optimistische Interpretation und den späteren Aufbau des Swapnetzwerks war – wie schon am Beispiel der Bundesbank geschildert – eine grundlegende Veränderung der Sichtweise des Systems von Bretton Woods.<sup>54</sup> Obwohl die Einführung der freien Ausländerkonvertibilität 1959 von der Federal Reserve Bank of New York wie auch anderen Zentralbanken als einschneidendes Ereignis angesehen wurde, so wurde jedoch erwartet, daß sich die Lage für den Dollar eher verbessern als verschlechtern würde.<sup>55</sup> Als sich diese Erwartungen als falsch erwiesen, wurde wie im Kreis der Bundesbanker auch bei der FRBNY versucht, das System unter Beibehaltung der Eckpfeiler des Systems wie z. B. der Gold-Dollar-Parität zu reformieren. Ein Kommentar aus dem Jahr 1965 von Robert V. Roosa, der Anfang der sechziger Jahre Undersecretary for Monetary Affairs im US-Schatzamt war, illustriert diese Haltung zur Nutzung der Swapfazilitäten als Instrumente der Devisenpolitik:

---

<sup>51</sup>Janocha 1966: 56. Vgl. auch „Table on intervention in early 1961” (BoE C 43 / 46).

<sup>52</sup>Vgl. Coombs 1976: 24ff.

<sup>53</sup>„The dollar in the light of recent international financial developments“, Memorandum an A. Hayes, 4.4.1961 (FRBNY C 260 Foreign Exchange, 1951 – 1962).

<sup>54</sup>Vgl. Abschnitt 3.2.1.

<sup>55</sup>„Some implications of convertibility for the U.S.“, Memorandum von A. R. Holmes, 29.12.1958 (FRBNY C 260 Foreign Exchange, 1951 – 1962).

The advantage of the present arrangements, as their widened use in recent years has begun to make clear, is that the necessary disciplines of fixed rates can be maintained for the individual countries concerned, while the force of transitional speculation can, at least in significant part, be absorbed through wider swings in the forwards markets for the same currency.<sup>56</sup>

Die verstärkte Nutzung von Swapfazilitäten war somit ein wichtiger Baustein beim Umbau des Bretton Woods Systems zu einem „New convertible gold-dollar system“, wie es in einem grundlegenden Memorandum von Roosa aus dem Jahr 1962 beschrieben wurde. Weitere Bausteine neben den Swapabkommen, die im folgenden Abschnitt eingehender geschildert werden, waren die Stabilisierung des Goldpreises und die Einschränkung der Kapitalexporte der USA. Roosa war der Hoffnung, daß mit Hilfe dieser Maßnahmen das System als Ganzes langfristig stabilisiert werden könnte.<sup>57</sup>

#### *4.2.2 Swapabkommen als Lösungsansatz*

Um die Bedeutung der Swapabkommen als Lösungsansatz für die Probleme von Bretton Woods zu verstehen, muß nicht nur ihr Ziel – der gegenseitige Zugang zu Devisenreserven anderer Zentralbanken – geschildert werden, sondern auch in welcher Hinsicht sich die Swapfazilitäten von anderen Refinanzierungsmöglichkeiten unterscheiden. Die Vorteile der Swapabkommen waren vor allem institutioneller und technischer Art.<sup>58</sup> Die Swapfazilitäten konnten schnell und flexibel abgerufen werden, da sie als Stand-by-Kredite vereinbart waren. Die beteiligten Zentralbanken hatten erhebliche Freiheitsgrade, inwieweit sie die Höhe der in Anspruch genommenen Kreditlinie publik machten. Die Fazilitäten hatten auf der einen Seite kurze Laufzeiten von drei bis sechs Monaten, die aber erneuert werden konnten, so daß auch in dieser Hinsicht eine besondere Flexibilität bestand. Des weiteren war die Reziprozität der Abkommen, auch wenn diese wie z. B. im Fall des Abkommens zwischen der FRBNY und der Bank of England nur theoretisch bestand, wichtig für die politische Akzeptanz in den beteiligten Ländern.

---

<sup>56</sup>Zitiert in Solomon 1982: 60.

<sup>57</sup>“The new convertible gold-dollar system“, Memorandum von Robert Roosa, 9.8.1962 (FRBNY C 260 Foreign Exchange, 1951 – 62).

Andere Refinanzierungsmöglichkeiten wiesen entweder nicht die geschilderten Vorteile der Swapabkommen auf oder waren mit sehr hohem Aufwand, z. B. bei der politischen Koordination, verbunden. Zwei Beispiele seien hier genannt: die Ziehungen beim Internationalen Währungsfonds und die schon erwähnten Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV). Obwohl die Quoten für Ziehungen beim Internationalen Währungsfonds 1959 und 1966 erhöht wurden und damit einen Beitrag zur Entspannung der knappen Liquiditätssituation leisteten,<sup>59</sup> hatten die Ziehungen eine längere Mindestlaufzeit – in der Regel von mindestens einem Jahr – als die Swapfazilität, welches ihre Effektivität bei der Bekämpfung akuter Währungskrisen einschränkte. Zum anderen mußte die Ziehung explizit begründet werden, z. B. der Lösung eines Währungsreserve- oder Zahlungsbilanzproblems dienen, und diese vom IWF akzeptiert werden, was den Prozeß wiederum komplizierte.<sup>60</sup> Für die Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) galten ähnliche Einschränkungen. Insbesondere die Tatsache, daß eine Genehmigung nicht nur durch den IWF sondern auch durch die beteiligten Länder<sup>61</sup> erforderlich war, machte den Prozeß umständlich. Das war ein Aspekt, der sich u. a. durch die unterschiedlichen politischen Interessen der Mitglieder, die schon bei der Schaffung der AKV deutlich zu Tage getreten waren, noch verschärfte.<sup>62</sup>

Obwohl die Vorteile der Swapabkommen im historischen Rückblick deutlich zu Tage treten, bedurfte es in der Anfangsphase erheblicher Überzeugungsarbeit, die insbesondere von Charles Coombs geleistet wurde, der als Vizepräsident der Federal Reserve Bank of New York für die Devisengeschäfte verantwortlich war. Diese Überzeugungsarbeit war nicht nur in den Diskussionen mit den beteiligten Zentralbankern notwendig, sondern mußte zunächst innerhalb des Federal Reserve Systems und dem US-Treasury geleistet werden, um die notwendigen institutionellen und juristischen Voraussetzungen für die Rolle der FRBNY als Agent der beiden Institutionen zu schaffen. Entscheidende Unterstützung fand Coombs dabei u. a. bei William McChesney Martin, dem einflußreichen Chairman des Federal Reserve Board of Governors, der diesen Posten von 1951 bis 1970 bekleidete und laut Coombs einer

---

<sup>58</sup>Vgl. z. B. Janocha 1966: 48ff.

<sup>59</sup>Tew 1985: 115f.

<sup>60</sup>Jarchow und Rühmann 1993: 122ff.

<sup>61</sup>Vgl. Abschnitt 4.1.

<sup>62</sup>Vgl. James 1996: 161ff. und Tew 1985: 117ff.

der wenigen Mitglieder des Boards war, das auch die technischen Vor- und Nachteile der Swapoperationen auf Detailniveau beurteilen konnte.<sup>63</sup>

Endergebnis dieses Überzeugungsprozesses und Grundlage der Swapabkommen der FRBNY war die „Authorization Regarding Open Market Transactions in Foreign Currency“ vom 13. Februar 1962, welche die Federal Reserve Bank of New York ermächtigte, im Namen des Foreign Open Market Committees Transaktionen in Fremdwährung zu tätigen. In der Autorisierung für die FRBNY werden die mit den Transaktionen zu verfolgenden Ziele genannt, wobei an erster Stelle die Stärkung des Dollars genannt wird und erst im folgenden u. a. die Stabilisierung der Devisenmärkte, die Förderung der Kooperation zwischen den Zentralbanken, das „Abfedern“ von Außenhandelsungleichgewichten und das Wachstum internationaler Liquidität.<sup>64</sup> Diese Zielliste zeigt zum einen, wie hoch die Erwartungen an das neue Instrument waren, zum anderen illustriert sie die Notwendigkeit für ausführliche Begründung der neuen Aufgaben der FRBNY.

Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der bisweilen schwelenden, bisweilen offenen Konkurrenz zwischen Treasury, das zuvor – zumindest formal – die alleinige Verantwortung für Fremdwährungsoperationen hatte, und dem Federal Reserve System zu sehen. In seinem ersten ausführlichen Artikel zum Swapsystem im *Monthly Review of the Federal Reserve Bank of New York* betont Charles Coombs daher, wie eng die Koordination zwischen Treasury and FRBNY gestaltet wurde, u. a. durch tägliche Telefonkonferenzen, um mögliche Konfliktfälle zu minimieren.<sup>65</sup>

Ein Ausdruck der trotz dieser Neuerungen weiterhin bedeutenden Rolle des Treasury waren die sogenannten Roosa-Bonds, benannt nach deren Initiator Staatssekretär Robert V. Roosa, die hier kurz geschildert werden sollen, bevor auf die Swapabkommen detaillierter eingegangen wird. Bei den Roosa-Bonds, die zwischen 1962 und 1970 aufgelegt wurden, handelte es sich um Schuldverschreibungen des Treasury, welche an ausländische Zentralbanken ausgegeben wurden, auf deren Währung lauteten und eine Laufzeit zwischen 15 und 24 Monaten hatten.<sup>66</sup> Sie er-

---

<sup>63</sup>Vgl. Coombs 1976: 70f. und Nachruf im *Economist*, o. V. 1998: 77.

<sup>64</sup>Vgl. „Authorization Regarding Open Market Transactions in Foreign Currency“, *Federal Reserve Bulletin* 48: 1150-1153 und Ehrig 1973: 92 sowie Janocha 1966: 59f. und Coombs 1976: 72f.

<sup>65</sup>Coombs 1962: 131ff.

<sup>66</sup>Ehrig 1973: 104ff., vgl. auch Coombs 1976: 69-92, Block 1977: 179f. und Tüngeler 1979/82. Teil II, S. 59.

reichten ein Volumen in der Größenordnung von 1 Mrd. US-Dollar (August 1964).<sup>67</sup> Ziel dieser Transaktionen war es u. a., die dem Treasury zufließende Fremdwährung, z. B. D-Mark, zu verwenden, um Dollarbestände der Bundesbank aufzukaufen und auf diese Weise eine Verringerung der Währungsreserven der Gläubigerzentralbank und damit auch des Kursrisikos zu erreichen. Obwohl den Roosa-Bonds somit ein ähnliches Prinzip wie den Swapabkommen zugrunde lag, nämlich den amerikanischen Institutionen Fremdwährung zur Verfügung zu stellen und somit ihre Handlungsfähigkeit bei der Unterstützung anderer Zentralbanken zu erhöhen, gilt es eine Reihe von Unterschieden zu erwähnen. Zum einen wurden die Roosa-Bonds in voller Höhe gezeichnet, so daß normalerweise keine Stand-by-Funktion gegeben war. Zum anderen zielte die Wirkung durch die längere Laufzeit eher auf den Ausgleich mittelfristiger Zahlungsbilanzungleichgewichte als auf die Bekämpfung kurzfristiger Währungskrisen, wodurch sich beide Instrumente – Roosa-Bonds und Swapabkommen – sinnvoll ergänzen konnten.

Außer den schon erwähnten Charakteristika wie z. B. Laufzeit zeichnete alle Swapabkommen aus, daß sie spezifische Regelungen bezüglich des Zinsausgleichs und für den Fall einer Paritätsänderung beinhalteten. Hierbei wurde u. a. festgelegt, daß in jedem Fall die Parität zum Zeitpunkt des Abschlusses des Swapgeschäftes angewendet würde, um die Partner gegen signifikante Verluste abzusichern.<sup>68</sup> Dies war notwendig, um die möglichen entstehenden Kosten für die Beteiligten zu minimieren und somit insbesondere anfangs die Akzeptanz der neuen Fazilität zu erhöhen.<sup>69</sup>

Die FRBNY schloß bis Ende 1962 in chronologischer Reihenfolge folgende Abkommen ab, wobei das Agreement mit der Bank of England im Anschluß genauer betrachtet werden soll. Den Anfang machte die Banque de France, mit der ab dem 1. März 1962 Swapgeschäfte durchgeführt wurden, gefolgt von der Nederlandsche Bank, die ab dem 14. Juni dem sich entwickelnden Swapnetzwerk beitrug, gefolgt vom Nachbarland vertreten durch die Banque Nationale de Belgique (20. Juni 1962). Im Juni wurde die Bank of Canada Mitglied des Swap-Clubs, welches vor dem Hintergrund der engen US-kanadischen Handelsbeziehungen von besonderer Bedeutung war und sich im vereinbarten Volumen von 250 Mio. US-Dollar widerspiegelt. Eine

---

<sup>67</sup>Janocha 1966: 88, vgl. Tabelle 15. Die beteiligten Länder waren neben der BRD, die Schweiz, Italien, Belgien und Österreich.

<sup>68</sup>Vgl. z. B. Ehrig 1973: 101ff.

<sup>69</sup>Vgl. auch Abschnitt 2.3.4.

Sonderrolle nahm das Abkommen mit der Schweizerischen Nationalbank vom 16. Juli 1962 ein, da die Schweiz nicht Mitglied des IWF war.<sup>70</sup> Ein weiterer Meilenstein stellte der Abschluß mit der Bundesbank am 2. August dar, auch wenn das Anfangsvolumen mit 50 Mio. US-Dollar zunächst recht gering ausfiel, jedoch im Mai 1963 auf 150 Mio. US-Dollar erhöht wurde. Die Komplettierung des Swapnetzwerks erfolgte durch den Beitritt der Banca d'Italia (18. Oktober 1962) und weiterer Banken, u. a. mit der Österreichischen Nationalbank, der Sveriges Riksbank und der Bank of Japan.<sup>71</sup> Das Gesamtvolumen der Swapvereinbarungen belief sich auf 1,1 Mrd. US-Dollar.<sup>72</sup>

Das Abkommen mit der Bank of England, das am 31. Mai 1962 über 50 Mio. US-Dollar unterzeichnet und ein Jahr später auf 500 Mio. US-Dollar erhöht wurde, ist nicht nur wegen der schnellen massiven Ausweitung von besonderem Interesse, sondern auch weil die Verhandlungen mit der Bank of England auf exemplarische Weise die Schwierigkeiten beim Aufbau des Swapnetzwerks zeigen. Die Überzeugungsarbeit, die innerhalb der US-amerikanischen Institutionen schon geleistet worden war, mußte jetzt unter anderen Vorzeichen bei den internationalen Partnern vollbracht werden.<sup>73</sup> Insbesondere ging es darum, Befürchtungen zu zerstreuen, daß das Swapnetzwerk primär dem Schutz des Dollars und der Goldreserven und damit US-amerikanischen Interessen dienen sollte. Diesen Befürchtungen wurde u. a. in intensiven Gesprächen begegnet, die Coombs mit seinen Ansprechpartnern in den verschiedenen Institutionen führte. M. H. Parsons von der Bank of England schildert seine Erfahrungen wie folgt:

Although I have not yet come to trust him, I am almost persuaded that Charlie Coombs is as much, if not more, concerned for the pound as for the dollar. He reckons the wind is fair now to get something set up ostensibly as a dollar defence which, being two-way, would enable the Americans take a much larger

---

<sup>70</sup>Eine detaillierte Schilderung des Swapabkommens mit der Schweizerischen Nationalbank findet sich bei Ehrig 1973: 107ff. Zu den Hintergründen des Verhältnisses der Schweiz zu den Bretton Woods Institutionen und der sich ergebenden Kooperation s. Tanner 2003: 164ff. Zum selben Datum wie die Nationalbank, 16. Juli 1962, wurde auch das Abkommen mit der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich abgeschlossen.

<sup>71</sup>Vgl. Janocha 1966: 58ff. und 72ff. und z. B. Fensch 1963: 84ff.

<sup>72</sup>Stand März 1963, s. Coombs 1963: 39.

<sup>73</sup>„Federal Reserve swap arrangements with the Bank of England“, Memorandum von Charles Coombs, 29.3.1962 (FRBNY C 261 England, 1962).

part in any future Basle operation which might be necessary if the pound were attacked, say, immediately before we join the Common market.<sup>74</sup>

Das entstehende Vertrauen auf persönlicher wie institutioneller Ebene war somit eine Vorbedingung und gleichzeitig Resultat der Swapvereinbarungen. Dieses erleichterte nicht nur die abgestimmte Kommunikation nach außen, wie sich an der Erhöhung der Swaplinie auf 500 Mio. US-Dollar im Mai 1963 zeigte,<sup>75</sup> sondern auch viele administrative Abläufe. So betont Coombs, daß bei einer Reihe von Vereinbarungen keine formaljuristische Absicherung bestand, jedoch die moralische Verpflichtung zwischen den Parteien und ein gemeinsames ökonomisches Verständnis als Arbeitsgrundlage vollkommen ausreichte.<sup>76</sup>

Ein weiteres Beispiel für die vertrauensvolle Art der Zusammenarbeit und gleichzeitig ein erster Test für das Funktionieren des Swapnetzwerks war die Ermordung Präsident J.F. Kennedys, die von Coombs in seinen Memoiren unter dem Titel „Dallas, November 22, 1963“ geschildert wird und sich wie ein Krimi liest.<sup>77</sup> Das Attentat, dessen Nachricht die Märkte um 13.40 Uhr New Yorker Zeit erreichte, löste allgemeine Verwirrung und extreme Unsicherheit aus. So stellte sich u. a. die Frage, ob im Falle des Ablebens Präsident Kennedys der gegebene *Gold pledge*, der den schon erwähnten *Gold rush* im Oktober 1960 beendete, auch von einem möglichen Nachfolger beachtet werden würde – sprich ob eine Kontinuität in der Geldpolitik zu erwarten wäre.

Eine Reihe von Faktoren verschlechterten die operative Situation aus Sicht der Devisenmarktspezialisten. Der 22. November 1963 war ein Freitag, d.h. die europäischen Börsen hatten schon geschlossen und es bestand die Gefahr einer sich über das Wochenende aufbauenden Panik, die die Märkte am folgenden Montag mit aller Macht treffen würde. Des weiteren hatte die FRBNY keine ausreichenden, direkt zur Verfügung stehenden Währungsreserven, so daß sich Handlungsmöglichkeiten auf das Swapnetzwerk fokussierten, welches zu diesem Zeitpunkt ein Maximalvolumen von 2 Mrd. US-Dollar hatte.

Diese Swaplinien konnten jedoch nur mit der ausdrücklichen Zustimmung der beteiligten Zentralbanker genutzt werden, wobei sich diejenigen in Europa in den

---

<sup>74</sup>Vgl. Memorandum von M. H. Parsons vom 5.4.1962 (BoE C 20 / 3, Personal files of Roy Bridge).

<sup>75</sup>Vgl. „Conversation with Governor Cromer“, FRBNY C 261 England, 1963.

<sup>76</sup>Vgl. Coombs 1976: 40.

meisten Fällen gerade auf dem Nachhauseweg befanden, d.h. nicht telefonisch erreichbar waren, was die Interventionen am Devisenmarkt deutlich verzögert hätte. Coombs entschied auf eigene Verantwortung, den Dollar in mehreren Schritten zu stützen und signalisierte den Märkten, daß im äußersten Fall die Maximallinie von 2 Mrd. US-Dollar eingesetzt werden würde. Angesichts der Glaubhaftigkeit dieses Mitteleinsatzes (und in Unkenntnis, daß diese Maßnahmen erst nachträglich von den beteiligten Zentralbanken bestätigt wurde!), haben die Märkte das Angebot nicht ernsthaft getestet und die Wechselkurse blieben stabil.

Die erfolgreiche Abwehr einer wahrscheinlich äußerst heftigen Reaktion an den Märkten war unbestreitbar ein Erfolg des Swapnetzwerks bei Bekämpfung kurzfristiger Währungskrisen.<sup>78</sup> Jedoch stellt sich die Frage, inwieweit das Swapnetzwerk des Jahres 1963 auch geeignet war, die mittelfristigen Probleme von Bretton Woods, wie z. B. die Liquiditätsknappheit, zumindest teilweise zu lösen. Die Verantwortlichen der beteiligten Zentralbanken waren in dieser Phase sehr optimistisch, wie in einem Memorandum von Charlie Coombs deutlich wird, das den Diskussionsstand von Dezember 1962 bis Januar 1963 zusammenfaßt.

Assuming that neither gold nor foreign exchange can adequately provide for long-term growth in liquidity that may be required, we can visualize no other effective alternative but to rely upon a further development of mutual credit facilities among the major trading nations to cope with the inevitable swings in their payment accounts.

.....

Thus reinforced, the swap network could constitute a first line of defense capable of withstanding all but the most severe speculative challenges. Even more important, the very existence of the swap network tends to suppress the growth of speculation at its source by providing convincing evidence of central bank determination to maintain the existing network of gold and exchange parities.<sup>79</sup>

Die Kernaussage, daß das Swapnetzwerk eine erste Verteidigungslinie sei, die nur von äußerst scharfen spekulativen Angriffen durchbrochen werden könne, wurde in

---

<sup>77</sup>Vgl. Coombs 1976: 92ff., insbesondere 99ff. und Janocha 1966: 80.

<sup>78</sup>Vgl. auch Bloomfield 1964: 41f. und Janocha 1966: 77f.

<sup>79</sup>Vgl. „Conversations between Coombs (FRBNY), Iklé (Schweizerische Nationalbank), Ranalli (Banca d'Italia) und Tüngeler (Deutsche Bundesbank) in New York and Basle, December 1962 – January 1963“, Memorandum vom 1.2.1963 (BoE C 20 / 4, Personal files of Roy Bridge).

den Folgejahren am Beispiel der Krisen des britischen Pfundes getestet, welche im folgenden ausführlich geschildert werden.

### 4.3 Krisen des britischen Pfundes 1964 – 1967

#### 4.3.1 Gesamtwirtschaftliche Situation Großbritanniens

Die folgende eingehende Betrachtung der Währungskrisen des britischen Pfundes ergibt sich nicht nur aus der Bedeutung, die diese als „Belastungstest“ für das erst zwei Jahre alte Swapnetzwerk hatten, sondern auch aus der immer noch bedeutenden Rolle, die das britische Pfund im währungspolitischen Kontext der 1960er Jahre spielte, und aus dem Grad der politischen wie ökonomischen Unterstützung, zu dem die USA bereit waren, sowie der sich daraus ergebenden Interdependenz der Geldpolitik der beiden Länder.

Das britische Pfund war nach dem US-Dollar die weltweit zweitwichtigste Reservewährung, was nicht nur eine besondere Verantwortung gegenüber dem Weltwährungssystem, sondern insbesondere auch gegenüber der *Sterling area* zur Folge hatte.<sup>80</sup> So war aus britischer Sicht die Diskussion über eine mögliche Abwertung niemals eine sich auf Großbritannien beschränkende, sondern hatte immer auch die Auswirkungen auf Länder wie z. B. Irland, Australien oder Neuseeland im Blickfeld. Dieses Verantwortungsbewußtsein leitete sich zum einen aus der imperialen Tradition ab, hatte zum anderen auch sehr praktische Hintergründe, wie z. B. die erheblichen Sterlingguthaben dieser Länder in London.<sup>81</sup>

Die signifikante Unterstützung der USA für Großbritannien und das Pfund gründete sich neben der traditionell engen politischen Beziehung zwischen Washington und London auf die Befürchtung, daß im Falle einer Abwertung des Pfundes das Gesamtsystem von Bretton Woods durch einen resultierenden Vertrauensverlust

---

<sup>80</sup>Vgl. z. B. James 1996: 185.

<sup>81</sup>Das Volumen betrug Mitte der sechziger Jahre ca. 4 Mrd. Pfund, s. Pollard 1993: 310f. und Tew 1978b: 306f. Aufgrund unterschiedlicher Abgrenzungen wird in internen Dokumenten der Bank of England bisweilen von einem niedrigeren Volumen von ca. 3 Mrd. Pfund ausgegangen, vgl. Abschnitt 4.3.1 und „The problem of Sterling balances“, Memorandum von Milton Gilbert vom 13.12.1965 (BoE OV 44 / 152).

stark beschädigt werden oder gar zusammenbrechen könnte, was wiederum den Interessen der USA zuwider gelaufen wäre.<sup>82</sup>

Vor dem Hintergrund beider Überlegungen ist die gesamtwirtschaftliche Situation Großbritanniens zu betrachten. Zwischen 1964 und 1967 wuchs die Wirtschaft mit 2,2% pro Jahr; betrachtet man den längeren Zeitraum von 1961 bis 1969, d.h. von der ersten Aufwertung bis zur zweiten Aufwertung der D-Mark, die das Bretton Woods System und damit auch das britische Pfund stark beeinflussten, stieg das Bruttosozialprodukt sogar um 2,9% pro Jahr.<sup>83</sup> Gleichzeitig lagen die Arbeitslosenquoten bis 1965 unter 2% und stiegen erst 1966 - 1968 auf 2,1% – wobei anzumerken ist, daß aus damaliger Sicht dies ein hohes Niveau war.<sup>84</sup> Dieses stabile Wirtschaftswachstum in Verbindung mit Personalengpässen führten zu einem erheblichen Anstieg der Löhne,<sup>85</sup> was sich u. a. in den zuvor erwähnten Inflationsraten niederschlug, die im Zeitraum 1964 bis 1967 zwischen 2,1% und 4,8% schwankten.<sup>86</sup>

Diese expandierende Wirtschaftsentwicklung führte zu einem Konflikt mit dem Ziel einer ausgeglichenen Leistungsbilanz, welche unter den Bedingungen von Bretton Woods notwendig war, wenn eine Paritätsänderung vermieden werden sollte. Die Leistungsbilanz war 1964 deutlich negativ – im Mittel ca. -1% des BIP –, schwankte 1965 und 1966 um die Nulllinie und wurde 1967 wiederum stark negativ.<sup>87</sup> Eine genauere Analyse der einzelnen Leistungsbilanzposten zeigt, daß die Dienstleistungsbilanz durchgängig positiv, jedoch die Handels- und Übertragungsbilanz ebenso durchgängig negativ waren.<sup>88</sup> In der Handelsbilanz schlägt sich u. a. die geringe Wettbewerbsfähigkeit der britischen Wirtschaft nieder, die sich auch im abnehmenden Anteil Großbritanniens am Weltmarkt z. B. für industrielle Fertigwaren widerspiegelte. Der Haupttreiber für die hohen Übertragungen war die weltweite militärische Präsenz und die daraus resultierenden Kosten.<sup>89</sup>

---

<sup>82</sup>Vgl. Cairncross und Eichengreen 1983: 213. Neben den währungspolitischen gab es auch militärpolitische Überlegungen: So bedurften die USA vor dem Hintergrund des sich verschärfen Vietnamkrieges europäischer Unterstützung, die auch auf diesem Weg sichergestellt wurde, vgl. James 1996: 186f.

<sup>83</sup>Maddison 1991: 216f., eigene Berechnungen.

<sup>84</sup>Pollard 1992: 292.

<sup>85</sup>Cairncross und Eichengreen 1983: 174.

<sup>86</sup>Maddison 1991: 306f.; eigene Berechnungen. Vgl. auch Schaubild 4-2.

<sup>87</sup>Vgl. Schaubild 4-6.

<sup>88</sup>Vgl. z. B. Tew 1978b: 305.

<sup>89</sup>Pollard 1993: 301 und 312.

Schaubild 4-6: Saldo der Leistungsbilanz Großbritanniens als Anteil des BIP (in %) 1963 – 1968

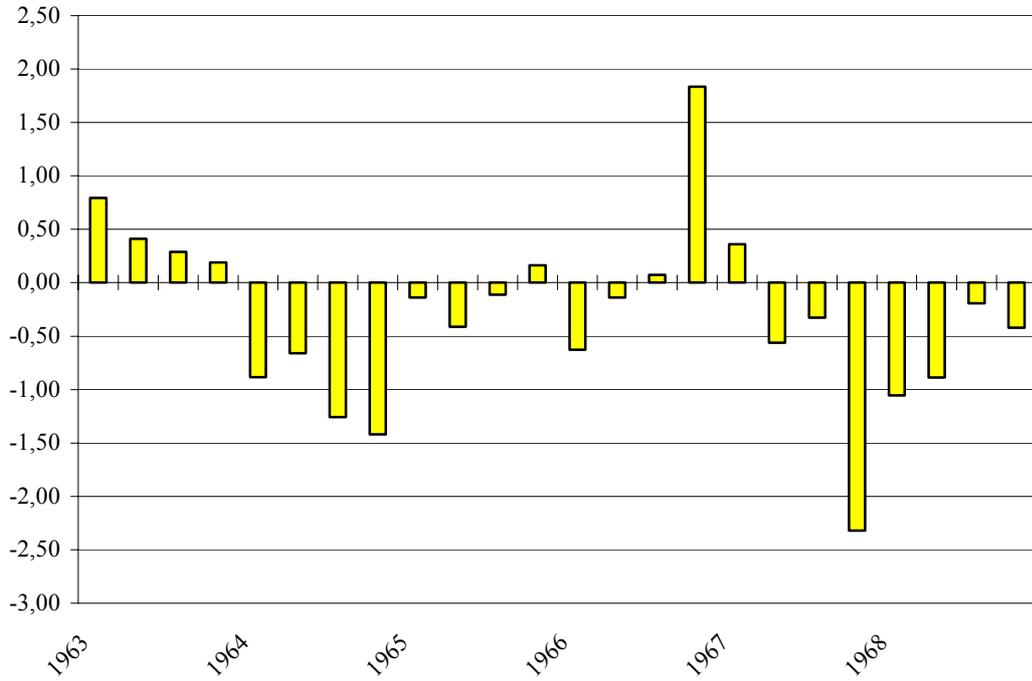
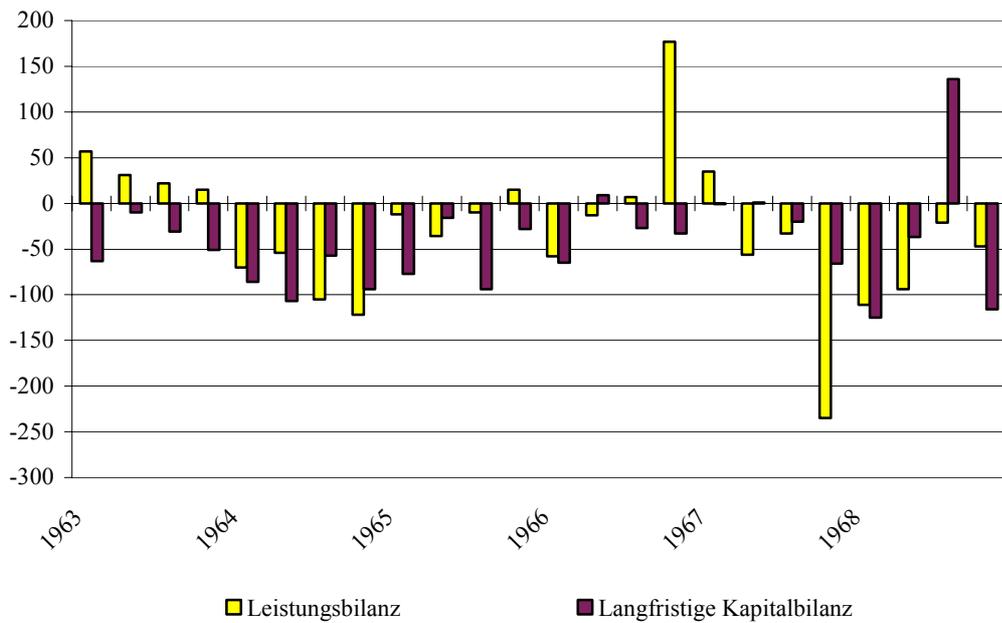


Schaubild 4-7: Saldo der Leistungs- und langfristigen Kapitalbilanz Großbritanniens (in Mio. £) 1963 – 1968



Anmerkung und Quelle: Quartalsdaten, vgl. Cairncross und Eichengreen 1983: 62f., Tabelle 5.2, und *Quarterly Bulletin* der Bank of England, verschiedene Jahrgänge.

Auf Quartalsebene zeigen die Daten des weiteren, wie schwer die Entwicklung der Leistungsbilanz zu prognostizieren war, und erklären teilweise die Schwierigkeiten, die die britische Regierung und die Bank of England bei der Beeinflussung derselben allein aufgrund der Kurzfristigkeit hatten.

Kombiniert man Leistungsbilanz und langfristige Kapitalbilanz zeigt sich noch deutlicher, wie dramatisch die Lage für Großbritannien und seine Währungsreserven war.<sup>90</sup> Die langfristige Kapitalbilanz war zwischen 1962 und 1968 fast durchgängig negativ. Am Beispiel des Jahres 1964, in dem die Leistungsbilanz minus 351 Mio. Pfund und die langfristige Kapitalbilanz minus 344 Mio. Pfund betrug, d.h. insgesamt minus 695 Mio. Pfund, wird deutlich, welchen Aderlaß dies für die Währungsreserven bedeutete, die um ca. 1 Mrd. Pfund schwankten.<sup>91</sup> Dieses Niveau wird nicht nur aufgrund der Abflüsse, sondern auch aufgrund der absoluten Höhe der Importe, welche das Fünffache der Währungsreserven betrug, als zu niedrig angesehen.<sup>92</sup>

Diese Belastung der Währungsreserven spiegelt sich auch in deren Zusammensetzung wider. Obwohl die absolute Höhe sich zwischen 1959 und 1969 auf dem niedrigen Niveau von 1 bis 1,2 Mrd. Pfund bewegte, verringerte sich der Goldanteil der Währungsreserven deutlich von ca. 90% 1964 auf 60% im Jahr 1969.<sup>93</sup> Weitere massive Ergänzungen mit Hilfe des IWF und anderer Zentralbanken, wie in Abschnitt 4.3.2 eingehender geschildert wird, waren daher notwendig.<sup>94</sup>

Der Druck auf den Wechselkurs des britischen Pfundes spiegelte sich auch in der Swappremie des Dollars in London wieder.<sup>95</sup> Ab 1961, d. h. in Folge der Aufwertung der D-Mark im März, wurde auf eine mögliche Pfundabwertung spekuliert, die ein starkes Ansteigen des Reports zur Folge hatte. Dieser schwächte sich im Laufe des Jahres 1962 ab und blieb 1963 niedrig. Erst der Wahlsieg der Labourpartei im Herbst 1964 und die resultierenden Abwertungsgerüchte ließen die Swappremie zunächst wieder ansteigen, die jedoch im Laufe des Jahres 1965 wieder sank und bis zur Abwertung im November 1967 relativ niedrig blieb.

---

<sup>90</sup>Vgl. Schaubild 4-7.

<sup>91</sup>Vgl. Schaubild 4-8.

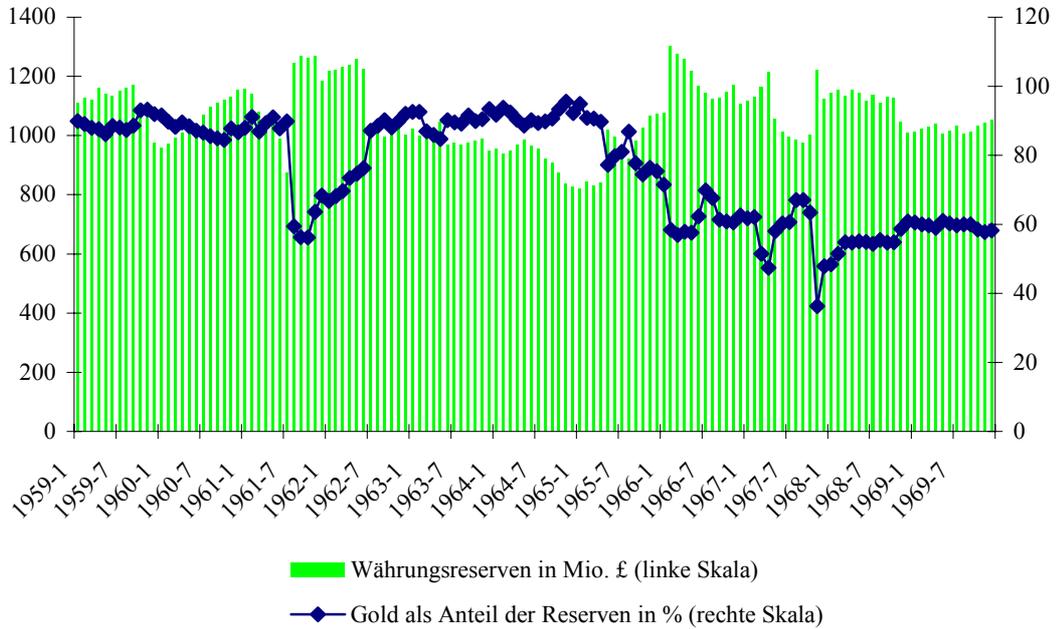
<sup>92</sup>Z. B. 1964 betrug das Importvolumen 5,1 Mrd. Pfund, s. Cairncross und Eichengreen 1983: 157 und Tabelle 5.2, S. 162. Vgl. auch „The problem of Sterling balances“, Memorandum von Milton Gilbert vom 13.12.1965 (BoE OV 44 / 152).

<sup>93</sup>Vgl. Schaubild 4-8.

<sup>94</sup>Vgl. Tew 1978b: 208, Tabelle 7.2.

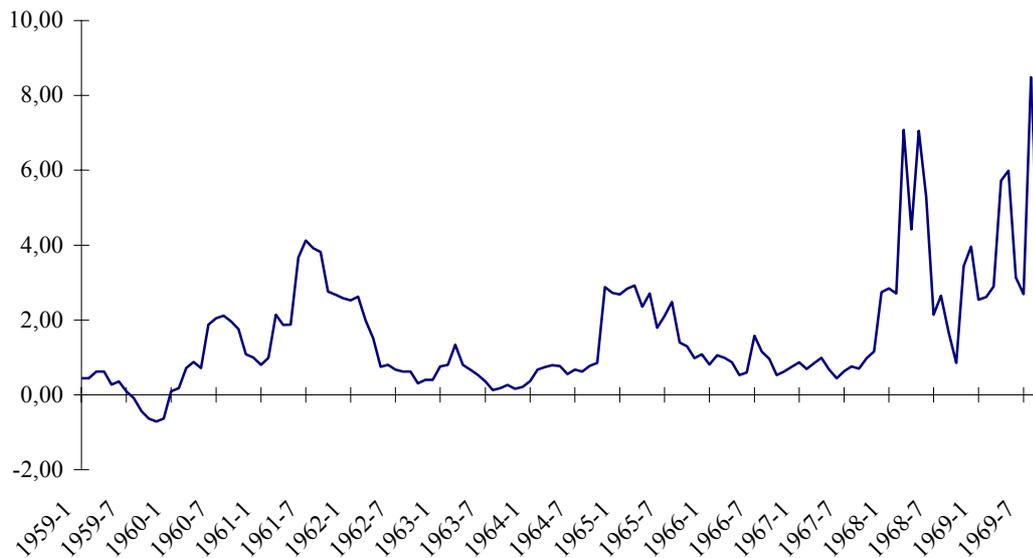
<sup>95</sup>Vgl. Schaubild 4-9.

Schaubild 4–8: Währungsreserven der Bank of England  
1959 – 1969



Quelle: Bank of England *Statistical Abstract*, Nr. 1, 1970, S. 162 – 163.

Schaubild 4–9: Swappremie des US-Dollars in London (in %  
p.a.) 1959 – 1969



Quelle: Vgl. *Quarterly Bulletin* der Bank of England, verschiedene Jahrgänge.

Bemerkenswerterweise führte die Abwertung nicht zu einer Beruhigung des Marktes, wie aus dem auch 1968 und 1969 hohen und stark schwankenden Report zu erkennen ist.<sup>96</sup>

#### 4.3.2 Währungskrisen 1964 – 1966

Die Wahlsieg Labours am 16. Oktober 1964 hatte eine auf die Finanzmärkte verunsichernde Wirkung nicht allein aufgrund des Regierungswechsels, sondern auch weil unklar war, inwieweit die im Wahlkampf propagierten Ziele des neuen Premierministers Harold Wilson mit einer Beibehaltung der Parität vereinbar waren. Fokus der neuen Regierung war es, eine deutlich expansive Wirtschaftspolitik zu verfolgen. Dies schlug sich u. a. nieder in der Schaffung des *Department of Economic Affairs* unter George Brown, das Funktionen, die von dem Treasury unter James Callaghan wahrgenommen wurden, vor allem um strukturpolitische Aufgaben ergänzen sollte.<sup>97</sup>

Jedoch wurden diese Pläne durch neue Vorhersagen für das kombinierte Defizit von Leistungsbilanz und langfristiger Kapitalbilanz in Höhe von ca. 800 Mio. Pfund durchkreuzt, so daß unmittelbar nach der Wahl der Ausgleich dieses Defizits im Zentrum des politischen Interesses stand. In den regierungsinternen Diskussionen wurde schnell deutlich, daß eine Abwertung aus politischen wie wirtschaftlichen Gründen abgelehnt wurde. Die wirtschaftlichen Argumente fokussierten darauf, daß eine Abwertung, sofern sie zu einer anhaltenden Verbesserung der Leistungs- und Kapitalbilanz führen sollte, von umfangreichen deflationären Maßnahmen begleitet werden müßte, die den strukturellen Wandel der britischen Wirtschaft eher stören als fördern würden. Auf der politischen Seite wurde angeführt, daß eine Abwertung von den europäischen und transatlantischen Partnern abgelehnt und des weiteren Labour vor dem Hintergrund der 1949 erfolgten Paritätsänderung in den Ruf der „Abwertungspartei“ bringen würde.<sup>98</sup> Dies hatte zur Folge, daß eine Abwertung bis Mitte des Jahres 1966 nicht ernsthaft diskutiert wurde, sondern *The Unmentionable* war<sup>99</sup> und alternative Wege zur Beseitigung der Defizite und zur Beruhigung der Märkte gefunden werden mußten.

---

<sup>96</sup>Schilderungen der Swapprämien in den 1950er Jahren und insbesondere 1960 finden sich bei u. a. bei Reading 1960 und Auten 1963.

<sup>97</sup>Blackaby 1978: 29f.

<sup>98</sup>Tew 1978b: 311ff.

Einer dieser Wege war die *Import Surcharge*, eine Importsteuer in Höhe von 15%, die ab Oktober 1964 erhoben wurde, jedoch ab April 1965 auf 10% abgesenkt wurde.<sup>100</sup> Weitere Maßnahmen wurden im Nachtragshaushalt vom 11. November 1964 zusammengefaßt, u. a. eine leichte Erhöhung der Einkommenssteuer, Anhebung der Benzinsteuern und der Beiträge zur Sozialversicherung, die jedoch als nicht als ausreichend deflationär angesehen wurden.<sup>101</sup> Wie sich die Diskrepanz zwischen dem Festhalten an der Parität bei gleichzeitig unzureichender wirtschaftspolitischer Untermauerung dieser Entscheidung auswirkte, zeigte sich am Beispiel des Umgangs mit der *Bank Rate* im November.

In seiner Guildhall Speech vor den Vertretern der City betonte Harold Wilson am Montag, 16. November 1964

...not only [of] our faith but our determination to keep sterling strong and to see it riding high...If anyone, at home or abroad, doubts the firmness of the government's resolve and acts upon these doubts let them be prepared to pay the price.

was als Ankündigung einer Erhöhung der Bankrate am folgenden Donnerstag interpretiert wurde. Jedoch wurde diese erst nach langwierigen Diskussionen am 23. November um 2 Prozentpunkte auf 7% angehoben.<sup>102</sup> U. a. aufgrund der verzögerten Entscheidung verpuffte die Wirkung der Zinserhöhung und wirkte sich sogar negativ auf die Marktstimmung aus.<sup>103</sup>

Die bisher genannten Schritte waren somit in sich unzureichend und mußten durch umfangreiche Interventionen am Devisenmarkt unterstützt werden, die durch Kredite in Höhe von 3 Mrd. US-Dollar insbesondere der amerikanischen und der europäischen Zentralbanken des Swapnetzwerks finanziert wurden, wobei die größten Beiträge von der Federal Reserve Bank of New York mit 750 Mio. US-Dollar und der Bundesbank mit 500 Mio. US-Dollar geleistet wurden.<sup>104</sup> Diese bisher nicht

---

<sup>99</sup>Solomon 1977: 88. Dies traf auch teilweise auf Diskussion unter britischen Wirtschaftswissenschaftlern zu, s. Cairncross und Eichengreen 1983: 159 und 166f.

<sup>100</sup>Pollard 1992: 305f. und vgl. auch Cairncross und Eichengreen 1983: 175.

<sup>101</sup>Vgl. u. a. Blackaby 1978: 28ff. und z. B. "3.VIII The effect of government statements and their timing" in *History of the Sterling crisis* (BoE C 20 / 6).

<sup>102</sup>Cairncross und Eichengreen 1983: 168f.

<sup>103</sup>Coombs 1976: 114f.

<sup>104</sup>Die anderen Banken steuerten folgende Beträge (in Mio. US-Dollar) bei: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 250, Bank of Canada 200, Banque de France 200, Banca d'Italia 200, Schweizerische Nationalbank 160, Schwedische Reichsbank 100, Belgische Nationalbank 75, Niederländische

erreichte Kredithöhe, die am 25. November bekannt gegeben wurde und zusätzlich zu Ziehungen von 1 Mrd. US-Dollar im Rahmen der Allgemeinen Kreditvereinbarungen finanziert wurde, überzeugte die Märkte und beendete die erste Sterlingkrise der Labourregierung.<sup>105</sup>

Der Entscheidung, so massiv auf den Devisenmärkten zu intervenieren, waren zahlreiche Diskussionen u. a. zwischen Regierung und der Bank of England vorausgegangen. Diese sind in der *History of the Sterling Crisis* ausführlich dargelegt – einer internen Dokumentation der Bank of England aus dem Jahr 1967, welche den Zeitraum 1964 bis 1967 exzellent darstellt.<sup>106</sup> Aus der damaligen Sicht, insbesondere aus Sicht des Treasury, sprach gegen eine Intervention zum einen, daß diese Spekulationen finanzieren und damit fördern würde, zum zweiten die Interventionen den Aufbau erheblicher Verpflichtungen zur Folge hätte, deren Höhe ipso facto das Vertrauen in das Pfund schwächen würde und im Falle einer Abwertung zu empfindlichen Kosten führen würde.

Für eine Intervention der Bank of England insbesondere auf dem Terminmarkt wurden drei Hauptargumente genannt:

(i) Verringerung der Notwendigkeit von Interventionen auf dem Kassamarkt u. a. verbunden mit der Annahme, daß im Falle eines Erfolgs der Operation, Verluste im Kassamarkt durch Gewinne am Terminmarkt ausgeglichen werden könnten

(ii) Verringerung der Swappremie und damit der Kosten für die Absicherung von Sterlingguthaben in London, was einen Abzug derselben in großen Umfang weniger wahrscheinlich machen würde

(iii) Beruhigende Signalwirkung einer verringerten Swappremie auf die Märkte.<sup>107</sup>

Bemerkenswert an dieser Diskussion ist, daß sich die vorgetragenen Argumente nicht notwendigerweise ausschließen, sondern stark situationsabhängig an Gewicht gewinnen oder verlieren konnten. So wirkte z. B. die Höhe der Fazilitäten im November 1964 positiv auf die Märkte, während 1967 die Höhe der Intervention

---

Nationalbank 75, Japanische Nationalbank 50, Österreichische Nationalbank 50, US-Amerikanische Export-Import Bank 250, andere Zentralbanken 140, s. Coombs 1976: 121; vgl. auch Cairncross und Eichengreen 1983: 169f. und Solomon 1977: 89.

<sup>105</sup>Vgl. auch Janocha 1966: 81ff.

<sup>106</sup>Vgl. BoE C20 / 6. Der Autor möchte an dieser Stelle Professor Harold James für den Hinweis auf dieses wichtige Dokument danken.

nicht vollständig kommuniziert wurde, um die Märkte nicht zu beunruhigen. Angesichts des Erfolgs der Interventionen war jedoch der Weg für einen weiteren Einsatz von Swapfazilitäten geebnet.

Diese waren jedoch zunächst nicht notwendig, da sich die realwirtschaftlichen Bedingungen ebenfalls verbesserten. So blieb z. B. die Leistungsbilanz in den ersten drei Quartalen 1965 weitgehend ausgeglichen.<sup>108</sup> Des Weiteren wurde für den Herbst geplant, Preise und Löhne gegebenenfalls einzufrieren, um so einem zunehmenden Inflations- und damit Abwertungsdruck vorzubeugen.<sup>109</sup> Jedoch blieb eine unruhige Grundstimmung an den Märkten bestehen, die z. T. durch die Notwendigkeit kontinuierlicher Interventionen der Bank of England zur Rückzahlung der im November 1964 aufgenommenen Kredite ausgelöst wurden, z. T. durch haushaltspolitische Entscheidungen, welche sich im *Budget* von 1965 niederschlugen, das wiederum als nicht ausreichend deflationär angesehen wurde.<sup>110</sup>

Diese ambivalente Situation, in der viele Marktteilnehmer aus der Erfahrung des Herbstes 1964 noch auf eine Abwertung spekulierten und ungedeckte Terminverträge auf britische Pfund hielten, wurde insbesondere von Charles Coombs von der Federal Reserve Bank of New York als Gelegenheit gesehen, im sogenannten *Bear squeeze* den „Bären“ eine Lektion zu erteilen. Die Grundidee war, daß die Bank of England in einer abgestimmten und publizierten Intervention zusammen mit anderen Zentralbanken aggressiv britische Pfund aufkaufen sollte, um den Terminkurs zu stärken und eine solche Schwächung der Abwertungserwartungen zu erreichen, daß der britische Wechselkurs mittelfristig stabil werden würde.<sup>111</sup>

Obwohl Coombs' Ansatz von den jeweiligen Ansprechpartnern im Prinzip für sinnvoll gehalten wurde, ergaben sich schwierige Verhandlungen bezüglich der von den Zentralbanken einzugehenden Verpflichtungen. So war es z. B. Wunsch des Treasury, daß die beteiligten Zentralbanken 5% ihrer Reserven in britischen Pfund halten sollten und diese erst nach einer 30-tägigen Vorankündigung in andere Währungen tauschen dürften – ein Vorschlag der verständlicherweise auf Ablehnung stieß, da er einen relativ illiquiden Kredit an die Bank of England bedeutet hätte.

---

<sup>107</sup>Vgl. "3.III The decision to intervene in the forward market", S. 77ff. (BoE C20 / 6).

<sup>108</sup>In den ersten drei Quartalen 1965 zwischen -11 und + 13 Mio. Pfund, vgl. Schaubild 4-6.

<sup>109</sup>Solomon 1977: 90.

<sup>110</sup>Coombs 1976: 123f.

<sup>111</sup>Vgl. Coombs 1976: 127f. und „The proposed initiative“, Memorandum vom 20.8.1965 und mit gleichem Titel vom 24.8.1965 (BoE OV 44 / 125).

Trotz dieser anfänglichen Schwierigkeiten wurde letztendlich ein Paket von 1 Mrd. US-Dollar zusammengestellt, wobei wie üblich eine Absicherung gegenüber einer Paritätsänderung vereinbart wurde<sup>112</sup> und das ab Freitag, dem 10. September 1965, eingesetzt wurde. Wie schon in den vorbereitenden Gesprächen erwartet, sollte sich Erfolg oder Mißerfolg der Intervention schnell zeigen – ersteres war der Fall. Im Laufe des Tages stieg der Pfundkurs in New York von 2,7918 US-Dollar auf 2,7945 US-Dollar, in der Folgewoche wurde sogar die Parität von 2,80 US-Dollar im Kassamarkt erreicht. Der resultierende Rückfluß von Geldern in britische Pfund half der Bank of England, ihre Verpflichtungen gegenüber den anderen Zentralbanken und das Engagement im Terminmarkt kontinuierlich zu reduzieren. Coombs bewertet den Erfolg der „Bärenhatz“ und die sich ergebenden Möglichkeiten: „As a tactical maneuver, the sterling bear squeeze thus provided the Labour government with a six month respite from market pressures and ample opportunity for orderly planning of future policy.“<sup>113</sup>

Eines der Themen, die im Rahmen einer vorausschauenden Planung Beachtung fanden, waren die Sterlingguthaben. Wie schon beschrieben, wurden die Währungsreserven der Bank of England von ca. 1 Mrd. Pfund angesichts der Guthaben von insgesamt 3 - 4 Mrd. Pfund, die sich in der *Sterling area* konzentrierten, als zu niedrig angesehen.<sup>114</sup> Milton Gilbert, der dieses Thema in seiner Rolle als Berater der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich analysierte,<sup>115</sup> argumentierte im Dezember 1965, daß mögliche Devisenzuflüsse (z. B. aufgrund einer verbesserten Leistungsbilanz) benötigt würden, um die Rückzahlung von Krediten zu leisten. Somit könnten sie zu einer Erhöhung der Währungsreserven nicht beitragen. „Thus, the reserve position over the intermediate-term future of...three to five years is likely to remain somewhat precarious and not strong enough to handle pressures from the sterling balances without risk.“<sup>116</sup>

Drei Faktoren konnten die Entwicklung der Sterlingguthaben auf eine aus der Sicht Großbritanniens negative Weise beeinflussen: zyklische Schwankungen in der

---

<sup>112</sup>Vgl. „Draft exchange guarantee“, Memorandum vom 24.8.1965 (BoE OV 44 / 125).

<sup>113</sup>Coombs 1976: 130.

<sup>114</sup>Zur Höhe der *Sterling balances* finden sich aufgrund unterschiedlicher Abgrenzungen verschiedene Angaben. Gilbert geht von ca. 8,5 Mrd. US-Dollar, d.h. ca. 3 Mrd. Pfund, aus, während z.B. Tew das Volumen mit ca. 4 Mrd. Pfund angibt, vgl. „The problem of Sterling balances“, BIZ-Memorandum von Milton Gilbert vom 13.12.1965 (BoE OV 44 / 152) und Tew 1978b: 306f.

<sup>115</sup>Vgl. Coombs 1976: 132.

Höhe der Guthaben, Investitionsprogramme in den Entwicklungsländern der *Sterling area* und Veränderung in den Währungsreserveportfolien der Zentralbanken. Alle diese Faktoren konnten zur Folge haben, daß Pfund Sterling gegen andere Währungen bei der Bank of England getauscht wurden und so die britischen Währungsreserven weiter verringerten.

Während die Veränderungen in den Portfolien extrem schwer zu quantifizieren sind, hat Gilbert versucht, die beiden anderen Faktoren mit Zahlen zu hinterlegen. Auf Basis einer Analyse der zyklischen Entwicklung der Guthaben in Einzelregionen (z. B. von Australien und Neuseeland) im Zeitraum 1949 bis 1965 schätzte er, daß eine Kontraktion insgesamt die Größenordnung von 210 – 290 Mio. Pfund erreichen könnte. Dies hätte unter Berücksichtigung gegenläufiger Effekte, z. B. daß die Zahlungsbilanzdefizite der Sterlingländer teilweise zu Zahlungsbilanzüberschüssen Großbritanniens führten, die britischen Währungsreserven um 140 – 200 Mio. Pfund reduzieren können. Zweitens würden Investitionsprogramme in Ländern wie Malaysia großenteils durch Auflösung von Sterlingguthaben finanziert, die nur z. T. durch Importe aus Großbritannien ausgeglichen würden. Ausgehend von einem Investitionsvolumen von 120 – 140 Mio. Pfund in einem Zeitraum von drei bis fünf Jahren, schätzte er die Belastung für die Währungsreserven auf ca. 80 Mio. Pfund.

Insgesamt ergibt sich ein Volumen von ca. 220 – 280 Mio. Pfund, das allein aufgrund von Veränderungen der Sterlingguthaben aus London abgezogen werden könnte, d. h. ein Viertel der Währungsreserven – und dies unter der optimistischen Annahme, daß die Leistungsbilanz positiv sein und keinen weitere Belastung darstellen würde!<sup>117</sup>

Die Einschätzung, daß die Lage Großbritanniens auch mittelfristig schwierig sein würde, wurde zunehmend auch in Regierungskreisen geteilt. Des weiteren wurde erkannt und zugegeben, daß die expansiven Wirtschaftsziele, wie im *National Plan* vom September 1965 verkündet, und eine ausgeglichene Leistungsbilanz nicht vereinbar waren,<sup>118</sup> welches u. a. durch die negativen Salden im ersten und zweiten Quartal von - 58 bzw. -13 Mio. Pfund belegt wurde.<sup>119</sup> Diese Entwicklung war auch

---

<sup>116</sup> „The problem of Sterling balances“, S. 2, BIZ-Memorandum von Milton Gilbert vom 13.12.1965 (BoE OV 44 / 152).

<sup>117</sup> „The problem of Sterling balances“, BIZ-Memorandum von Milton Gilbert vom 13.12.1965 (BoE OV 44 / 152).

<sup>118</sup> Blackaby 1978: 36f.

<sup>119</sup> Vgl. Schaubild 4-7 und Cairncross und Eichengreen 1983: 161f.

der Hintergrund für einen gemäßigt deflationären Haushalt im April 1966, der u.a. durch eine *Employment tax* die Nachfrage drosseln sollte.<sup>120</sup>

Diese Maßnahmen wurden jedoch durch einen Streik der Seeleute konterkariert, der von Mai bis Juli 1966 dauerte und in Erwartung einbrechender Exportzahlen und niedriger Zuflüsse aus Transportleistungen eine erhebliche Unruhe an den Devisenmärkten auslöste.<sup>121</sup> In dieser Situation trat zum ersten Mal im Kabinett eine Gruppe von Befürwortern einer Abwertung auf. U. a. der Wirtschaftsminister George Brown war der Meinung, daß weitere deflationäre Maßnahmen ohne Abwertung nicht sinnvoll seien.<sup>122</sup> Jedoch konnte sich die Gruppe nicht gegenüber Wilson durchsetzen, so daß ein stark deflationäres *Austerity Program* im Juli 1966 ohne eine begleitende Paritätsänderung aufgelegt wurde. Im Rahmen dieses Programms wurden u. a. die indirekten Steuern um 10% erhöht, öffentliche Investitionen reduziert und Einkommen sowie Preise für 6 Monate „eingefroren“.<sup>123</sup> Die Gesamtwirkung dieser Maßnahmen sollte die Nachfrage um 500 Mio. Pfund oder 1,5% des BSP reduzieren.<sup>124</sup>

Diese weitgehend haushaltspolitischen Entscheidungen wurden durch eine Verstärkung des Swapnetzwerks ergänzt, d. h. die Fazilität von 750 auf 1350 Mio. US-Dollar erhöht.<sup>125</sup> Wie notwendig die Anhebung der Kreditlinie war, wird auch aus den Terminverpflichtungen der Bank of England deutlich, die von insgesamt ca. 600 Mio. Pfund in der ersten Jahreshälfte 1966 auf ca. 1500 Mio. Pfund hochschnellten. Diese Daten zu den Verpflichtungen der Bank of England waren bisher unveröffentlicht und zeigen, daß die Terminverpflichtungen deutlich höher waren als die offiziellen Statistiken auswiesen. Dies erklärt sich u. a. dadurch, daß der Großteil der Literatur auf den Stand der Verpflichtungen der Bank of England gegenüber dem IWF und anderen Zentralbanken fokussiert ist, aber kein klares Bild der Terminverpflichtungen am Markt zeichnet,<sup>126</sup> die, wie aus Schaubild 4-10 zu erkennen ist, den Großteil ausmachten.

---

<sup>120</sup>Blackaby 1978: 37.

<sup>121</sup>Cairncross und Eichengreen 1983: 161f.

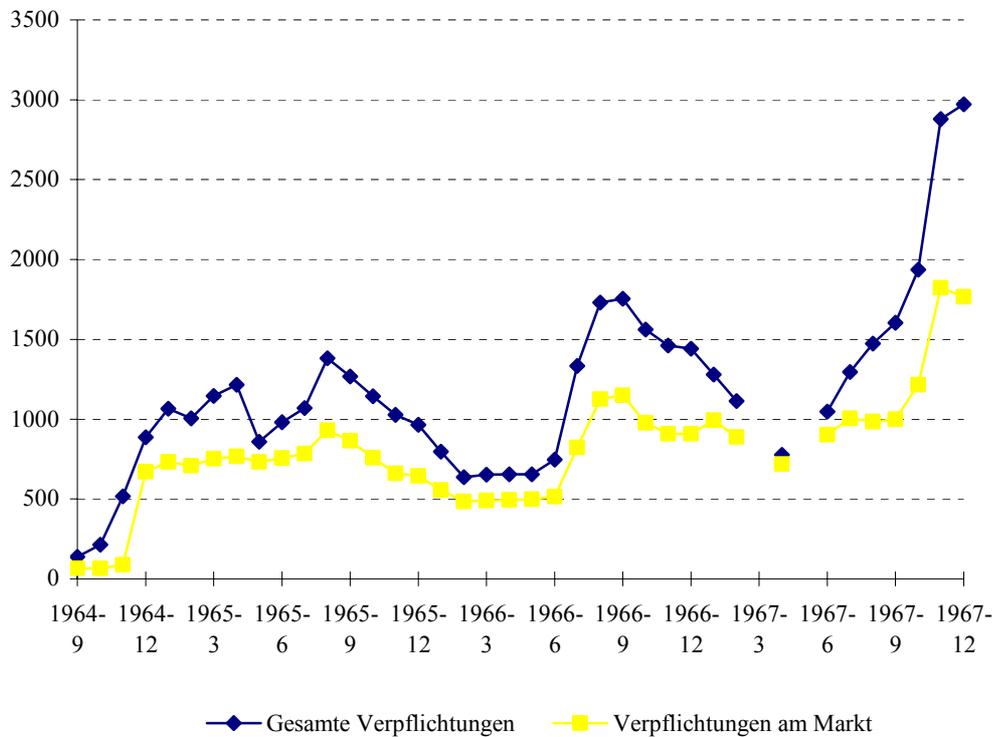
<sup>122</sup>Solomon 1977: 92. Zu einer ähnlichen Einschätzung kommen auch Cairncross und Eichengreen 1983: 181f.

<sup>123</sup>Blackaby 1978: 38. Vgl. für eine detaillierte Schilderung der Gespräche zwischen der Bank of England und der Federal Reserve Bank of New York Coombs 1976: 141ff.

<sup>124</sup>Vgl. z. B. Blackaby 1978: 38 und Solomon 1977: 92.

<sup>125</sup>Solomon 1977: 92.

Schaubild 4–10: Terminverpflichtungen der Bank of England  
(netto, Mio. £) 1964 – 1969



Quelle: Vgl. Tabelle 4-10 im Anhang.

Neben der Höhe der Verpflichtungen wird auch die Dynamik der Entwicklung deutlich: Während in der ersten Währungskrise Terminverpflichtungen von ca. 1 Mrd. Pfund eingegangen wurden, steigerten sich diese 1966 auf 1,5 Mrd., um schließlich in der Abwertungskrise explosionsartig bis auf 3 Mrd. Pfund anzusteigen.

Vor dem Hintergrund der sich verschlechternden Situation reagierten auch die Märkte auf die Publikation der Höhe der Währungsreserven, der Leistungsbilanzdaten oder Swapengagements zunehmend sensibel. Wie in Abschnitt 3.4.2 schon geschildert, hatte die Bundesbank aus diesem Grund ab Oktober 1968 die Publikation ihrer Swapengagements eingestellt, d. h. es wurden entweder die korrekten oder überhaupt keine Zahlen publiziert. Die Bank of England ging hier einen „kreativeren“ Weg, wobei in den internen offiziellen Dokumenten auf die problematische Kommunikation eingegangen wird und recht unverblümt das Schöne von Zahlen -

<sup>126</sup>Vgl. z. B. Tew 1978b: 308.

*the fudging of the figures* – geschildert wird.<sup>127</sup> In der *History of the Sterling Crisis* wird dies am folgenden Beispiel geschildert:

The...dangers of publishing a loss which goes near the truth in a bad month are borne out by the experience in August 1965. The real reserve loss in July was 109 million pounds and in addition 41 million pounds was known to have been received as special payment by Germany for future arms deliveries. The published loss of 50 million pounds was higher than the market expected, and with the 41 million pounds payments and an unspecified amount aid known to have been taken, the real loss was easily seen to have been 100 million pounds. Realisation of the scale of the July losses was a major cause of the severe pressures in the early days of August.<sup>128</sup>

Aus diesem kreativen Umgang mit den publizierten Zahlen ergab sich eine Spaltung zwischen eben diesen Zahlen und der Realität am Devisenmarkt, was dazu führte, daß die Erwartungshaltung bezüglich konkreter Belege seitens des Treasury oder der Bank of England sich verschärfte. Während in der Anfangsphase Worte alleine den Märkten nicht genug waren und diesen bald Taten folgen mußten, war es im Verlauf der Krisen auch nötig, daß die Wirkung sichtbar wurde, bevor die Märkte „zufrieden“ waren.<sup>129</sup>

Trotz aller dieser Schwierigkeiten förderte die Überwindung der Währungs-  
krise 1966 und die Rückzahlung des Großteils der Swapkredite im März 1967<sup>130</sup> eine  
vorsichtig optimistische Sicht der weiteren Entwicklung und so kommt die *History  
of the Sterling Crisis*, d. h. aus Sicht Anfang 1967, zu folgendem Schluß:

The United Kingdom may be able to avoid acute crisis of confidence to which it was subjected in the period covered by this paper [1964 – 1966, NP]. But it is likely to have to overcome further difficulties and pressures before the damage wrought by two years of crisis is fully made good.<sup>131</sup>

---

<sup>127</sup> „3.VII The effect of reserve announcement and trade figures“ und „3.VIII The effect of government statements and their timing“ in *History of the Sterling crisis* (BoE C 20 / 6).

<sup>128</sup>Vgl. „3.VII The effect of reserve announcements and trade figures“, S. 119ff. in *History of the Sterling crisis* (BoE C 20 / 6).

<sup>129</sup>Vgl. „3.VII The effect of reserve announcements and trade figures“, S. 119ff. (BoE C 20 / 6).

<sup>130</sup>Solomon 1976: 92 und Coombs 1976: 145.

### 4.3.3 Abwertung 1967

Die befürchteten „weiteren Schwierigkeiten und Belastungen“ nahmen im Jahr 1967 mehrere Formen an. Einige waren vorhersehbar und in der Rückschau sozusagen selbstverschuldet, wie z. B. der Nachfrageschub, der nach dem Auslaufen der *Import surcharge* Anfang 1967 einsetzte, und die Leistungsbilanz belastete. Auch zu erwarten war, daß das Absenken der *Bank rate* zwischen Januar und Mai 1967 von 7% auf 5,5% eine expansive Wirkung haben würden.<sup>132</sup>

Dagegen nicht vorhersehbar war der 6-Tage-Krieg zwischen Israel und u. a. Ägypten im Juni 1967, der nicht nur eine Schließung des Suez-Kanals zur Folge hatte und damit Importpreise z. B. für Rohöl erhöhte, sondern auch zu Verkäufen von Pfund Sterling im arabischen Raum führte. Schwerwiegender noch als der Krieg im Nahen Osten war jedoch der Dockarbeiterstreik im September, der den Export von Waren im Wert von ca. 100 Mio. Pfund verhinderte, was die Leistungsbilanz in diesem Zeitraum erheblich belastete. Diese wies nach einem Überschuß im ersten Quartal von 35 Mio. Pfund, im zweiten und dritten Quartal ein Defizit von -56 Mio. bzw. -33 Mio. Pfund aus.<sup>133</sup>

Die wirtschaftlich somit schon angespannte Situation wurde des weiteren durch außenpolitische Themen noch kompliziert. So hatte Harold Wilson im Mai 1967 angekündigt, daß Großbritannien die Mitgliedschaft in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) anstrebe, was jedoch von Mitgliedern wie Frankreich nicht begrüßt wurde.<sup>134</sup> In diesem Kontext wurde auch darüber diskutiert, inwieweit eine Abwertung des Pfundes vor einem möglichen Eintritt in die EWG unvermeidlich sei.<sup>135</sup>

Die Kombination aus langfristigen-politischen Argumenten für eine Abwertung und negativen Leistungsbilanzdaten verstärkten den Druck auf das Pfund, dessen Kassakurs Anfang Oktober auf 2,7824 US-Dollar fiel, d. h. der Untergrenze von 2,78 US-Dollar gefährlich nahe kam. Eine der Reaktionen der Bank of England war es, die *Bank rate* am 19. Oktober zunächst um einen halben Prozentpunkt auf 6% anzuheben. Eine weitere halbprozentige Erhöhung erfolgte am 9. November. In der Inter-

---

<sup>131</sup>Vgl. „4. Summary and conclusions“ in *History of the Sterling crisis* (BoE C 20 / 6).

<sup>132</sup>Vgl. u. a. Solomon 1976: 93ff.

<sup>133</sup>Cairncross und Eichengreen 1983: 186-193 und 161f.

<sup>134</sup>Coombs 1976: 145.

<sup>135</sup>Cairncross und Eichengreen 1983: 187.

pretation von Coombs signalisierte die geringfügige und späte Anhebung des Zinssatzes den Märkten jedoch, daß sich ein Politikwechsel in der britischen Regierung anbahnte: denn nur bei ernsthafter Überlegungen bezüglich einer Abwertung konnte man sich eine solch langsame Reaktion „erlauben“.<sup>136</sup>

Tatsächlich wurden ab Oktober intensive Diskussion innerhalb der Regierung geführt, ob z. B. durch Aufnahme von mittelfristigen Krediten die Parität gehalten werden könne oder ob eine Abwertung nicht doch unvermeidlich sei.<sup>137</sup> Im Rahmen eines Treffens der Zentralbankvertreter bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich Anfang November wurde das Kreditszenario diskutiert, fand jedoch wenig Akzeptanz. Als am 14. November das britische Leistungsbilanzdefizit für Oktober in Höhe von -300 Mio. US-Dollar bekannt gegeben wurde, welches u. a. aufgrund des erwähnten Dockarbeiterstreiks so deutlich ausfiel, setzte sich die Meinung an den Märkten durch, daß eine Abwertung kurz bevorstünde. In den Folgetagen kam es daher zu massiven Sterlingverkäufen, die die Bank of England unter hohen Kosten auszugleichen versuchte, wozu u. a. die Swapfazilität in Höhe von 1350 Mio. US-Dollar voll ausgeschöpft wurde.

Letztendlich erwies sich die Parität als nicht rettbar. Am Samstag, den 18. November 1967 wurde die Entscheidung vom Chancellor of the Exchequer James Callaghan bekannt gegeben, das Pfund von 2,80 auf 2,40 US-Dollar, d. h. um 14%, abzuwerten. Callaghan trat danach zurück und wurde durch Roy Jenkins ersetzt, dem es oblag, die deflationären Maßnahmen einzuleiten, die die Abwertung absichern sollten. Diese bestanden u. a. in einer Erhöhung der *Bank rate* auf 8%, der Verringerung öffentlicher Ausgaben und Anhebung von Unternehmenssteuern.<sup>138</sup>

Trotz der zuvor diskutierten und oft publizierten Befürchtungen überstand Großbritannien die Abwertung, ohne größeren unmittelbaren Schaden zu nehmen, auch wenn Bretton Woods als Gesamtsystem geschwächt wurde. Obwohl nur eine begrenzte Anzahl und keines der wirtschafts- oder devisenpolitisch entscheidenden Länder dem Beispiel Großbritanniens folgte,<sup>139</sup> löste die Abwertung erhebliche Unruhe, z. B. auf dem Goldmarkt, aus, die sich bis März 1968 noch steigerte. Gleichzei-

---

<sup>136</sup>Coombs 1976: 147f.

<sup>137</sup>Solomon 1976: 94f.

<sup>138</sup>Coombs 1976: 149.

<sup>139</sup>Ebenfalls werteten u. a. folgende Länder ihre Währungen ab: Dänemark, Irland, Finnland, Hong Kong, Neuseeland und Spanien, jedoch keine der größeren Industrienationen, s. Cairncross und Eichengreen 1983: 200.

tig ließ die positive Wirkung der Abwertung, wie im folgenden noch eingehender geschildert wird, bis 1969 auf sich warten. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Paritätsänderung im Herbst 1967 nicht schneller hätte beschlossen werden und damit der Bank of England erhebliche Kosten in der Schlußphase hätten erspart werden können.

Cairncross und Eichengreen kritisieren in ihrer exzellenten Studie *Sterling in Decline* das ungeschickte Vorgehen in der Schlußphase der Abwertungskrise auch in dieser Hinsicht. Laut offiziellen Angaben beliefen sich die durch die Abwertung entstandenen Kosten, d. h. zum Beispiel durch Paritätsgarantien im Rahmen der Swapfazilitäten, auf 356 Mio. Pfund. Die Autoren betonen, daß keine Zahlen über die Terminverpflichtungen vorliegen, daß jedoch das Engagement am Terminmarkt über 2000 Mio. Pfund betragen haben dürfte.<sup>140</sup> Diese Größenordnung ergibt sich wie folgt: Der Verlust von 356 Mio. Pfund entsprach nach dem neuen Kurs einem Volumen von 854 Mio. US-Dollar. Bei einer Abwertung von 14% würde diese bedeuten,<sup>141</sup> daß das Ausgangsvolumen ca. 6 Mrd. US-Dollar, d. h. ca. 2,1 Mrd. Pfund zum alten Wechselkurs von 2,80 US-Dollar betragen müßte. Wie in Schaubild 4-10 ersichtlich, war das Terminvolumen deutlich höher. Es betrug 2.879 Mio. Pfund, wobei aus den Archivakten leider nicht zu erkennen ist, wie die Differenz in den ausgewiesenen Kursverlusten zu erklären ist.<sup>142</sup>

Diese immensen Verluste waren nur einer der Gründe für die Frustration, die unter den Mitarbeitern der Bank of England nach der Abwertung bestand und in Memoranden wie *The Mad Hatter's Tea Party* überdeutlich wurden.<sup>143</sup> Neben der verständlichen Enttäuschung, daß die Parität nicht gehalten werden konnte, löste das ständige Beschönigen der Zahlen – *the fudging of the figures* – Unzufriedenheit aus, da es die letzte Stufe von Ad-hoc-Maßnahmen war, die jedoch in keine klare Strategie eingebettet waren. Inwieweit auch die Swapfazilitäten durch diesen Umstand in ihrer Effektivität reduziert wurden, soll im Abschnitt 5.1 eingehender diskutiert werden.

---

<sup>140</sup>Cairncross und Eichengreen 1983: 184f.

<sup>141</sup>Vgl. Tew 1978b: 342.

<sup>142</sup>Vgl. Schaubild 4-10.

<sup>143</sup>Vgl. S. 148.

*Mad Hatter's Tea Party – 1967 Post Devaluation Version,  
30th November 1967*

1. It is Thursday, 30th November 1967. It is evening. It is the day of the monthly fudging of the figures. And they've been fudged worse than ever before.
2. Having refused for reasons of conscience to sup at No. 11 with the devil (without being quite sure whether it was the outgoing liar or his incoming replacement) I leave my room somewhere around 6.20 p.m. to confer, as the Americans say, with Costello who was arranging suitable Friday morning press publicity for another increase in the Federal Reserve swap network.<sup>144</sup>

Wie schon angedeutet, ließen die positiven Wirkungen der Abwertung auf sich warten u. a. da die Märkte der neuen Parität zunächst kein Vertrauen schenkten. So blieb die Swappremie des Dollars in den Jahren 1968 und 1969 hoch – sie erreichte Spitzenwerte von 6 – 8% und verhielt sich aufgrund der Krisen, die das Gesamtsystem von Bretton Woods betrafen, auch sehr volatil.<sup>145</sup> Diese Unruhe spiegelte sich zum einen in der Umschichtung von Guthaben von Pfund in Gold wieder, welches den Goldpreis in London so in die Höhe trieb, daß beschlossen wurde, den Goldmarkt in der zweiten Märzhälfte 1968 zu schließen und fortan einen gespaltenen Goldpreis für offizielle Transaktionen der Zentralbanken (weiterhin für 35 US-Dollar pro Unze) und einen freien Marktpreis zu dulden.<sup>146</sup> Zum anderen zeigt sich das Mißtrauen der Märkte in dem Umfang, in dem die Bank of England auch 1968 und 1969 intervenierte.<sup>147</sup>

Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn man die Entwicklung der Leistungsbilanz betrachtet. 1968 ergab sich ein Defizit von -273 Mio. Pfund, welches sich z. T. dadurch erklären läßt, daß klassischerweise im Fall einer Abwertung die Verteuerung der Importwaren sofort wirksam wird, eine positive Wirkung auf die Exporte sich

---

<sup>144</sup>Vgl. Memorandum vom 4.12.1967 (BoE C 20 / 6). Die „Mad Hatter's Tea Party“ ist eine Anspielung auf Lewis Carolls *Alice in Wonderland*, vgl. z. B. Caroll 1960.

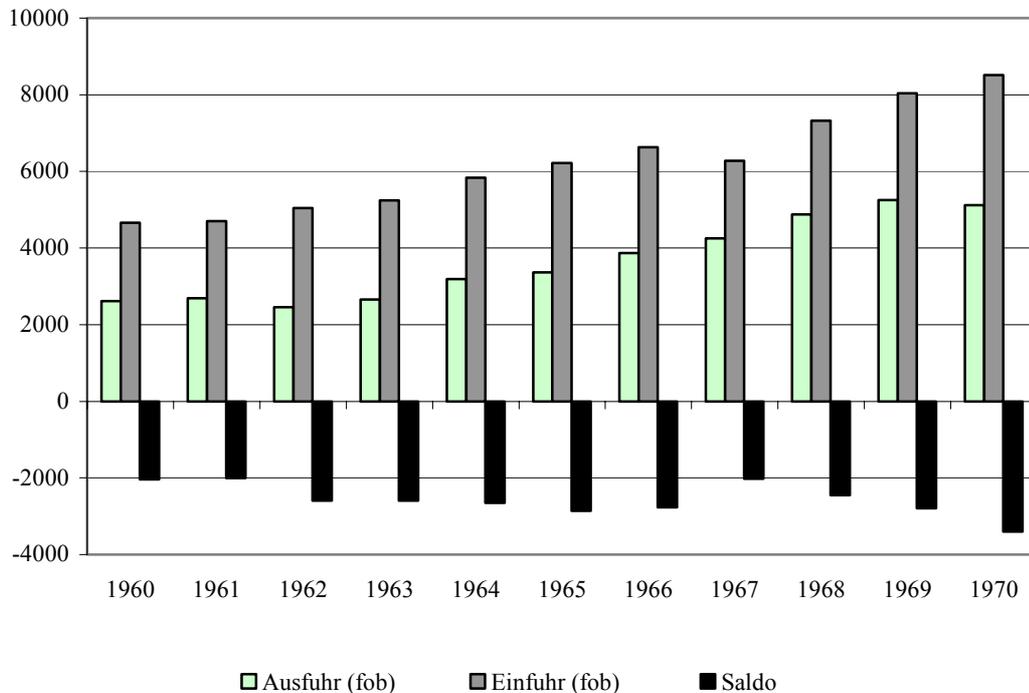
<sup>145</sup>Vgl. Schaubild 4-9.

<sup>146</sup>Cairncross und Eichengreen 1983: 195.

<sup>147</sup>Cairncross und Eichengreen 1983: 211ff.

jedoch mit einer gewissen Zeitverzögerung einstellt.<sup>148</sup>

Schaubild 4-11: Warenhandelsbilanz der BRD mit UK  
(in Mio. DM) 1960 - 1970



Quelle: Deutsche Bundesbank

Obwohl der erste positive Leistungsbilanzsaldo in Höhe von 29 Mio. Pfund im ersten Quartal 1969 verzeichnet wurde, kann man von einer wirklichen Erholung erst ab dem zweiten und dritten Quartal sprechen, in dem die entsprechenden Salden 100 bzw. 179 Mio. Pfund betragen. Auch eine Reihe von ökonometrischen Studien belegen die Wirksamkeit der Abwertung, die mittelfristig in einer Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos um mindestens 400 Mio. Pfund pro Jahr resultierte.

Bei der Bewertung der Auswirkungen der Pfundabwertung sind natürlich auch die außenwirtschaftlichen Entwicklungen der Partnerländer zu betrachten. So stellt sich z. B. die Frage, inwieweit der Einbruch der britischen Leistungsbilanz 1967 durch die Minirezession in Deutschland oder die Erholung durch den bundesrepublikanischen Wirtschaftsboom in den Jahren 1968 und 1969 zu erklären ist.<sup>149</sup>

<sup>148</sup>Coombs 1976: 150.

<sup>149</sup>Vgl. Schaubild 3-14.

Betrachtet man die Entwicklung der Warenhandelsbilanz der BRD mit dem United Kingdom, so zeigt sich, daß in der Tat im Jahr 1967 die deutsche Einfuhr von ihrem Wachstumstrend abwich und von 6,6 Mrd. D-Mark 1966 auf 6,3 Mrd. D-Mark zurückging. Gleichzeitig ist auch zu beobachten, wie die bundesdeutsche Einfuhr in den Jahren 1968 und 1969 anwuchs, während zumindest 1969 die Ausfuhren nach Großbritannien rückläufig waren.<sup>150</sup> Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der deutschen Leistungsbilanz mit dem UK insgesamt wider, die sich von -2,5 Mrd. D-Mark 1966 auf -1,5 Mrd. D-Mark 1967 verbesserte und 1969 wieder auf ein Niveau von -2,5 Mrd. D-Mark zurückging.

Insbesondere vor dem Hintergrund der unterstützenden Wirkung der bundesrepublikanischen Einfuhren stellt sich die Frage, inwieweit eine Verbesserung der langfristigen britischen Situation allein durch devisenpolitische Maßnahmen erreicht wurde und langfristig gesichert werden konnte, ohne die zugrunde liegenden realwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu beheben – eine Frage, die sich im Verlauf der Währungskrisen 1968 und 1969 auch außerhalb Großbritanniens stellte.<sup>151</sup>

#### 4.4 Verschärfung und Ausweitung der Währungskrisen 1968 – 1969

Eine der negativen Auswirkungen der Pfundabwertung war eine Flucht in Goldbestände, die eine erhebliche Nachfrage und damit Unruhe auf dem Londoner Markt auslöste. So wurde aus dem Goldpool allein im November 1967 Gold im Wert von 800 Mio. US-Dollar verkauft.<sup>152</sup> Vor dem Hintergrund dieser massiven Verkäufe wurden eine Reihe von Plänen diskutiert, welche den Goldpool und damit amerikanische Bestände schützen sollte, da bilaterale Abkommen, wie z. B. zwischen der Federal Reserve Bank und der Bundesbank, die zusagte, vom Einlösen von Dollar gegen Gold abzusehen, nicht ausreichten, um das grundlegende Problem zu lösen.<sup>153</sup> So

---

<sup>150</sup>Vgl. Schaubild 4-11. Die Entwicklung der Dienstleistungs- und der laufenden Übertragungen ist in ihrem Trend weitgehend konstant, so daß für diese kein spezifischer Zusammenhang mit der britischen Entwicklung festgestellt werden kann.

<sup>151</sup>Blackaby 1978: 49ff. Für eine eingehende Diskussion der ökonometrischen Studien vgl. Cairncross und Eichengreen 1983: 198ff.

<sup>152</sup>Solomon 1976: 117.

<sup>153</sup>Diese Vereinbarung galt ab dem 30.3.1967, vgl. z. B. Holtfrerich 1998: 421, James 1996: 192 und auch „Amerikanische Goldpolitik“, Memorandum von O. Emminger, 17.6.1967 (HA Bbk N2 / K343).

wurde u. a. der „Solomon-Plan“ diskutiert, der die Begrenzung der möglichen Käufe vom Goldpool und die Einführung eines Goldzertifikats vorsah. Eine Alternative hierzu war die Trennung von Gold für Zentralbank- und für private Zwecke.

Obwohl zwischenzeitlich eine gewisse Beruhigung eintrat, wurde diese im März durch Nachrichten von einer fallenden südafrikanischen Produktion beendet, so daß in der ersten Märzhälfte Gold im Wert von 400 Mio. US-Dollar verkauft wurde. Insgesamt waren seit der Abwertung des Pfundes Interventionen im Wert von 3 Mrd. US-Dollar erfolgt, wobei die USA allein Gold im Wert von 2,2 Mrd. US-Dollar beisteuerten. Letztlich war diese Vorgehensweise aus Sicht der Zentralbanken nicht mehr durchhaltbar, so daß zunächst der Goldpool bis zum 1. April 1968 geschlossen wurde. Des weiteren wurde ein zweistufiges System eingeführt, daß Goldverkäufe zwischen den Zentralbanken von denen zwischen Privatleuten und Banken trennte. Als der Londoner Goldmarkt Anfang April wieder eröffnet wurde, stieg der Preis pro Unze auf 38 US-Dollar und erreichte sogar 43 US-Dollar im Laufe des Jahres 1968.<sup>154</sup>

Nicht nur dieser Preisanstieg, sondern auch der Bedarf für kurzfristige Interventionen an den Devisenmärkten illustriert, wie kritisch die damalige Situation war. So wurden die Swapfazilitäten zwischen Dezember 1967 und März 1968 um 2,3 Mrd. US-Dollar auf fast 10 Mrd. US-Dollar erhöht, welches einen größeren Sprung in den Swaplinien darstellte als bei der Abwertung des Pfundes. Zwischen Juli und Ende November 1967 waren die Swaplinien „nur“ um 1,75 Mrd. US-Dollar erhöht worden.<sup>155</sup> Die Entscheidung, nicht mehr am privaten Goldmarkt zu intervenieren und somit eine der Grundannahmen von Bretton Woods nicht mehr zu unterstützen, war somit erzwungen und kein frei gewählter Beschluß.

Auch in den Folgemonaten waren die Akteure, die versuchten, das Fixwechsellkursystem am Laufen zu erhalten, eher Getriebene als Treiber der Ereignisse. Der Zeitraum zwischen Mai 1968, d. h. dem Beginn der Studentenproteste in Frankreich und der Aufwertung der D-Mark im September 1969, stellte sich als eine Kette von Krisen dar, die schon in Abschnitt 3.4 aus der Sicht der Bundesbank ausführlich geschildert wurde und hier um einige internationale Aspekte ergänzt werden soll.

---

<sup>154</sup>Solomon 1976: 115f.

<sup>155</sup>Coombs 1968: 179 (*Monthly Review of the Federal Reserve Bank of New York*, September 1968).

Analysiert man die Auswirkungen der Unruhen in Frankreich im Mai 1968, die Diskussionen bei der Bonner Konferenz im November 1968 und letztlich die Ereignisse, die 1969 im August zur Abwertung des französischen Francs und im September zur Aufwertung der D-Mark führten, so wird insbesondere für Frankreich und Deutschland deutlich, wie zeitnah und spiegelbildlich die Entwicklung zwischen einem Abwertungs- und Aufwertungskandidaten verlief. Diese Verzahnung der devisa-politischen Entwicklungen wurde durch die zunehmende Bedeutung u. a. des Euro-Dollar-Marktes gefördert, dessen Volumen von 1,5 Mrd. US-Dollar im Jahr 1959 auf 46 Mrd. US-Dollar 1970 angestiegen, welches einem durchschnittlichen Wachstum von 36% pro Jahr entsprach.<sup>156</sup>

Die zunehmende Integration der Finanzmärkte in Verbindung mit dem Triffin-Dilemma stellte eine Herausforderung für Bretton Woods dar, der nicht allein durch einen veränderten Umgang mit den Goldreserven oder der Erhöhung der Swapfazilitäten begegnet werden konnte. Daher wurde versucht, über die Schaffung von Sonderziehungsrechten (SZR), die in Anlehnung an die IWF-Quoten den Mitgliedern gewährt wurden und in konvertible Währungen getauscht werden konnten, die Liquiditätsknappheit zu bekämpfen, ohne den Dollar oder die Goldreserven der USA in Anspruch zu nehmen. Die Verhandlungen, die seit 1965 in verschiedenen Foren stattfanden, wurden im Stockholmer Treffen der G-10 im März 1968 abgeschlossen, wobei jedoch die SZR erst ab Januar 1970 zur Verfügung standen.<sup>157</sup>

Diesem multilateralen Ansatz standen jedoch in der Endphase von Bretton Woods veränderte politische Bedingungen, insbesondere seitens der USA, entgegen. Mit dem Regierungsantritt Nixons Anfang 1969 fokussierte die Politik zunehmend auf US-amerikanische Interessen im engeren Sinne, was sich in einer Reihe von Veränderungen niederschlug, insbesondere jedoch in der expansiven Geldpolitik. Das eingangs dieses Kapitels erwähnte Diktum des Finanzministers John Connally, daß der Dollar zwar die Währung der Amerikaner, aber das Problem der anderen sei, gewann ab 1969 an Brisanz.<sup>158</sup> U. a. mit der reduzierten Bereitschaft zur Kooperation – nicht nur, aber auch der USA – ist das Ende von Bretton Woods zu erklären, welches auf die einseitige Aufhebung der Goldeinlösepflicht durch USA im August

---

<sup>156</sup>Vgl. James 1996: 180, eigene Berechnungen. Für eine ausführliche konzeptionelle Schilderung des Euro-Dollar-Marktes vgl. Machlup 1970 und des weiteren Klopstock und Holmes 1960, Klopstock 1968, Freedman 1977 und Wilms 1977.

<sup>157</sup>Vgl. z. B. James 1996: 165ff. und Solomon 1976: 147.

1971 datiert wird. Diese Entwicklungen konnte auch das ausgefeilteste Swapnetzwerk nicht aufhalten. Jedoch stellt sich die Frage, welchen Beitrag zur Stabilisierung die Swapfazilitäten bis 1969 geleistet haben, die im folgenden Kapitel eingehend diskutiert wird.

---

<sup>158</sup>Coombs 1976: 204f. und James 1996: 215.

