

## **Konflikte der monetären Steuerung bei flexiblen Wechselkursen**

Von Brigitte Wesierski, Berlin

Seitdem die Deutsche Bundesbank 1980 ihre Geldpolitik erstmals nach Einführung flexibler Wechselkurse deutlich an außenwirtschaftlichen Gegebenheiten orientierte, ist die Diskussion über die außenwirtschaftliche Abhängigkeit der Geldversorgung wieder aufgelebt. Den ökonomischen Hintergrund bildete der Swing der deutschen Zahlungsbilanz ins Defizit mit der damit einhergehenden Abwertung der D-Mark, der die Bundesbank mit Devisenabgaben größeren Ausmaßes zu begegnen suchte. Die Kritik an diesen Maßnahmen richtete sich jedoch nicht nur gegen das Instrument der Devisenmarktintervention, sondern gleichzeitig gegen den damit eingeleiteten Wandel in der geldpolitischen Linie, die mit dem Beginn dieser massiven Interventionstätigkeit fühlbar restriktiver geworden war.

Damit kristallisiert sich die zweifache Bedeutung einer Intervention heraus: Zum einen ist sie Bestandteil der binnengesetzlichen Geldversorgung, so daß etwaige Veränderungen mit Konsequenzen für die inländischen Komponenten der Geldschöpfung verbunden sind; zum anderen stehen Interventionen bei frei schwankenden Wechselkursen in engem Zusammenhang mit der Wechselkursentwicklung und stellen so die Verbindung zu den außenwirtschaftlichen Einflußfaktoren her.

Insbesondere die jüngere Diskussion um die Interventionen der Deutschen Bundesbank zur Beeinflussung des Dollars verleiht diesem Thema auch heute wieder eine entsprechende Aktualität.

Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich mit diesem Themenkreis aus beiden Blickrichtungen: Zunächst wird ein kurzer Überblick gegeben über die Praxis der deutschen Interventionspolitik seit Freigabe der Wechselkurse im Jahr 1973 und deren Gewichtung für die binnengesetzliche Geldversorgung. Daran schließen sich – in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen über die Wirkungen auf den Wechselkurs – einige Überlegungen für eine Zentralnotenbank im Konjunkturverlauf an.

## I. Die Interventionspolitik der Deutschen Bundesbank im Rahmen der binnenwirtschaftlichen Geldversorgung

In der Zeit fester Wechselkurse war die Geldpolitik des öfteren vor die Aufgabe gestellt, durch Leistungsbilanzüberschüsse bedingte Interventionen für die deutsche Geldversorgung zu kanalisieren; die Zuflüsse dieser außenwirtschaftlichen Komponente der Geldversorgung waren häufig so reichlich, daß sie durch binnenwirtschaftliche Instrumente abgeschöpft werden mußten, um den monetären Spielraum nicht zu groß werden zu lassen. Insbesondere die Probleme, die sich zu Beginn der 70er Jahre im Zusammenhang mit der voranschreitenden Inflation als gravierend erwiesen haben, sind dabei im Gedächtnis geblieben.

Daher galt die Freigabe der Wechselkurse 1973 insofern als eine Zäsur, als man sich daraus die Unabhängigkeit der Geldpolitik von außenwirtschaftlichen Zwängen versprach; gab es doch seit diesem Zeitpunkt keine Verpflichtung der Bundesbank mehr, unerwünschte Devisen aufzukaufen und sie als Geldstrom in die eigene Wirtschaft fließen zu lassen. Vor diesem Hintergrund mag die Interventionspraxis seitens der Deutschen Bundesbank einen Anhaltspunkt geben, inwieweit von diesem neu erworbenen Freiheitsgrad der Geldpolitik Gebrauch gemacht worden ist.

Der Untersuchungszeitraum beginnt mit dem Jahr 1973, dem Jahr der Wechselkursfreigabe und endet 1981<sup>1</sup>. Im Rahmen des Konzepts der erweiterten Geldbasis<sup>2</sup> werden die wichtigsten Komponenten der Geldschöpfung dargestellt, in erster Linie die Auslandsposition, die zunächst einmal als grober Maßstab für Interventionen dienen kann<sup>3</sup>. Bei einer ersten Trennung

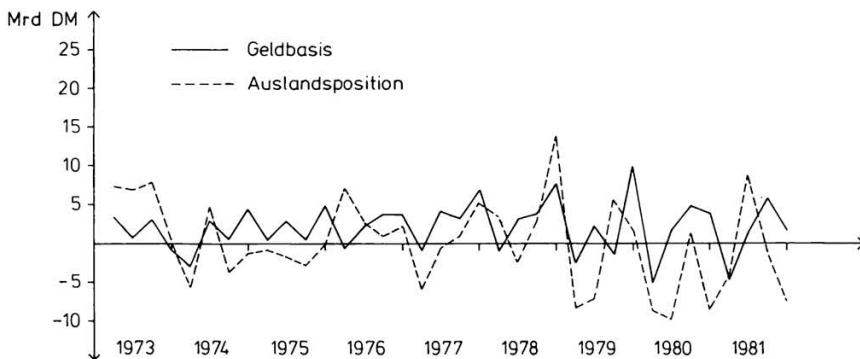
<sup>1</sup> Eine Fortführung der Zeitreihe nach 1981 unterliegt größeren Schwierigkeiten, da die Deutsche Bundesbank, deren Zahlenmaterial hier zugrunde liegt, ab 1982 ihre Ausweispraxis dahingehend geändert hat, daß sie die Interventionen nicht mehr zum jeweiligen Transaktionswert erfaßt, der für die Frage der Geldschöpfung relevant wäre, sondern die Devisenbeträge stets mit dem gleichen Wechselkurs bewertet, um damit genauer über den Stand der Devisenreserven zu informieren; vgl. *Deutsche Bundesbank*: „Die Währungsreserven der Bundesbank im Spiegel des Wochenausweises“, in: Monatsbericht, Januar 1982, S. 15 - 19.

<sup>2</sup> Der Analyse liegt das Konzept der erweiterten Geldbasis zugrunde, wie es z.B. in Siebke, J.; Willms, M.: Theorie der Geldpolitik, Berlin 1974, S. 126 beschrieben wurde.

<sup>3</sup> Neben der reinen Interventionstätigkeit schlagen sich in der Auslandsposition z.B. auch Zahlungen des Bundes an die EG, Konversionen von D-Mark-Auslandsanleihen sowie Kreditaufnahmen durch Ausländer über die Bundesbank und Devisenswapgeschäfte mit Kreditinstituten zur kurzfristigen Liquiditätssteuerung nieder. Mit Ausnahme der Devisenswapgeschäfte wirken diese Vorgänge auf Geldmenge und Wechselkurs wie Interventionen, so daß es vertretbar erscheint, sie im weiteren Sinne ebenfalls als Interventionen aufzufassen. Möglicherweise hat die Bundesbank auch die Gelegenheit, derartige Geschäfte in Phasen günstiger Wechselkursbewegungen abzuwickeln.

der Geldschöpfung in eine inländische und eine ausländische Komponente (Interventionen) wird bereits die Bedeutung der Interventionen ersichtlich (vgl. Abb. 1).

*Abbildung 1: Laufende Veränderungen von Geldbasis und Auslandspositionen<sup>a)</sup>*



a) Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

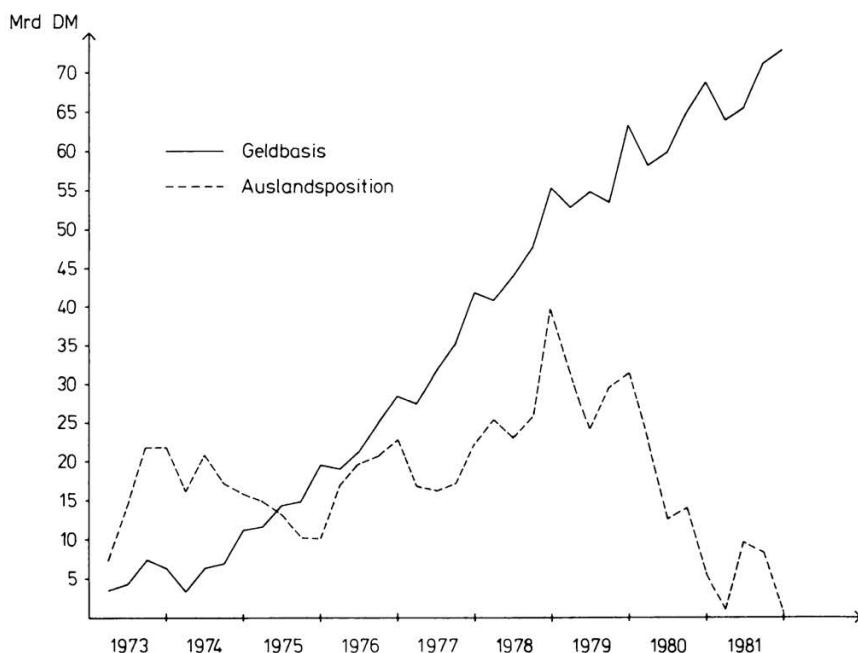
Die Schwankungen der Auslandsposition erscheinen als Indiz für eine sehr lebhafte Interventionstätigkeit, deren Ausschläge insbesondere seit 1978 stark zugenommen haben. Infolge des häufig wechselnden Vorzeichens sind daher sowohl positive als auch negative Impulse auf die Geldversorgung ausgeübt worden, die zum Teil durch inländische Instrumente ausgeglichen werden mußten. Es zeigt sich damit nicht nur, daß die Einflußnahme über den Devisenmarkt auch nach der Freigabe der Wechselkurse an der Tagesordnung war, sondern es wird auch die Größenordnung deutlich, die besonders in den letzten Jahren des Beobachtungszeitraumes beachtlich war.

Für die längerfristige Geldschöpfung haben Interventionen dagegen zunehmend an Bedeutung verloren, so daß der Geldbedarf in steigendem Maße durch inländische Instrumente abgedeckt werden mußte (vgl. Abb. 2). Als Ersatz trat am stärksten die Refinanzierungskomponente hervor (vgl. Abb. 3), in der üblicherweise die Rediskontfinanzierung das größte Gewicht hat. Aber auch die Mindestreservekomponente nimmt eine gewichtige Stel-

Devisenwapgeschäfte gehören eher zur inländischen Geldschöpfungskomponente, können jedoch wegen fehlender Informationen nicht ausgegliedert werden. Aufgrund verbaler Hinweise seitens der Bundesbank kann für den vorliegenden Zeitraum aber angenommen werden, daß die aus dem empirischen Material gewonnenen Aussagen durch diese Geschäfte nicht beeinträchtigt werden.

lung im Geldschöpfungsprozeß ein. Da sich diese Größe – definiert als Kumulierung der quantitativen Effekte von Mindestreservesatzänderungen – zu Beginn der Beobachtungsperiode noch im negativen Bereich befand, läßt sich daraus schließen, daß sie bis zu Beginn der 70er Jahre überwiegend zur Liquiditätsabschöpfung – bei expansiven Interventionen – eingesetzt wurde, danach jedoch zunehmend in expansiver Richtung den Geldschöpfungsprozeß zu unterstützen hatte.

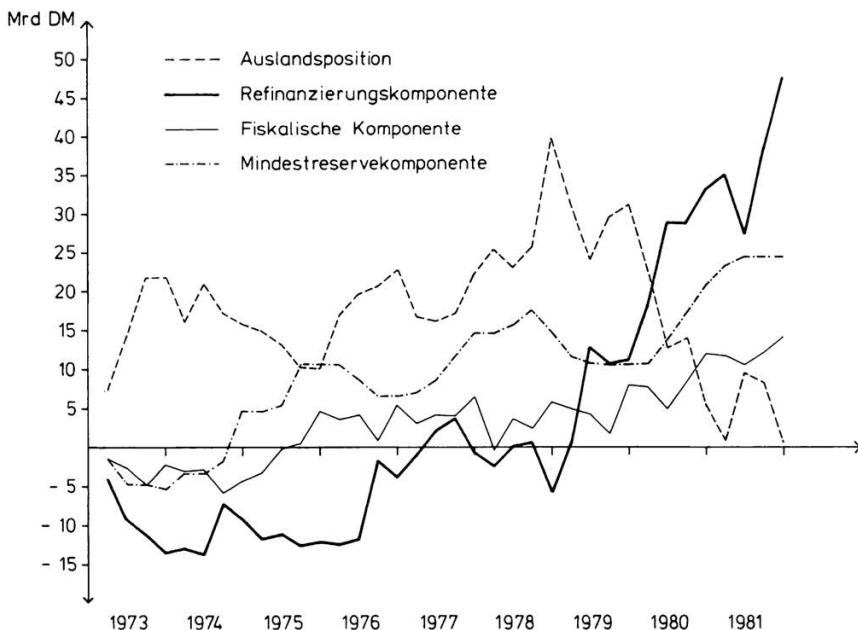
*Abbildung 2: Kumulierte Veränderungen von Geldbasis und Auslandsposition<sup>a)</sup>*



a) Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

Schließlich ist auch die fiskalische Komponente<sup>4</sup> als Ausgleich zur außenwirtschaftlichen Komponente der Geldversorgung aus dem negativen Bereich heraus in den positiven Bereich hineingewachsen. Dieser Verlauf wurde zum Teil durch die darin enthaltenen Offenmarktgeschäfte hervorgerufen, die insbesondere 1975/76 und dann wieder seit 1978 ein größeres Ausmaß angenommen haben.

<sup>4</sup> Unter fiskalischer Komponente werden hier Veränderungen von Krediten und Einlagen der öffentlichen Hand sowie Kredite in Form von langfristigen öffentlichen Wertpapieren verstanden.

Abbildung 3: Komponenten der erweiterten Geldbasis (Kumulierte Veränderungen)<sup>a)</sup>

a) Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

Als Resultat bleibt somit festzuhalten, daß die Bundesbank bei der Geldversorgung nach wie vor Interventionen in ihr Kalkül einbezogen hat, diese aber nicht stetig als Basisgeldversorgung dienten, sondern häufig in wechselnder Richtung Berücksichtigung fanden und über inländische Maßnahmen ausgeglichen werden mußten.

Die Ursache für das häufige Intervenieren der Bundesbank<sup>5</sup> führt zum zweiten, eingangs angedeuteten Interventionsaspekt, der Einflußnahme auf den Wechselkurs:

- Zum einen waren Eingriffe in den Devisenmarkt notwendig, um die mehrfach angespannten Wechselkursrelationen innerhalb des Europäischen Währungssystems zu verteidigen,
- zum anderen nahm die Deutsche Bundesbank die Schwankungen des Dollarkurses zum Anlaß, des öfteren am Devisenmarkt einzutreten, aber

<sup>5</sup> Hier wäre anzumerken, daß es nicht nur die Bundesbank sein muß, die mit ihren Interventionen die Auslandsposition beeinflußt, sondern auch Interventionen anderer Zentralbanken diesbezüglich Veränderungen bewirken können. Für das Ausmaß der Interventionsbeträge sowie für eventuelle Wechselkurseffekte ist dies unerheblich, es relativiert lediglich die Äußerung, die Interventionen würden ausschließlich von der Bundesbank vorgenommen.

– wie sie verlauten ließ – nicht um marktmäßigen Tendenzen entgegenzuwirken, sondern ausschließlich um extreme Ausschläge zu glätten.

Insbesondere bezüglich des zweiten Aspektes war die Bundesbank mehrfach der Kritik ausgesetzt, da man in der öffentlichen Diskussion der Meinung war, eine marktmäßige Determination bedürfe der Einflußnahme von Zentralbanken nicht; eher könnten derartige Eingriffe die Spekulation beeinflussen und damit die Schwankungen noch verstärken.

Es könnte nun das Kriterium angewendet werden, das die Bundesbank zeitweise selbst verwendet hat, nämlich das Kriterium der unveränderten Auslandsposition, das gleichzusetzen ist mit dem kurzfristigen Ausgleich von Interventionsbeträgen<sup>6</sup>. Die Bundesbank hat mit der kurzen Frist jeweils ein Kalenderjahr verbunden und dazu die gesamte Auslandsposition in ihrer Veränderung erfaßt. Abgesehen von der Frage der Kurzfristigkeit eines Jahres ist diese Vorgehensweise schon deshalb nicht zulässig, weil in der Auslandsposition auch die durch das Vorhandensein des Europäischen Währungssystems verursachten Eingriffe enthalten sind und daher nicht mit den Gesetzen frei schwankender Wechselkurse in Zusammenhang gebracht werden dürfen.

Ohne die Einflußnahme im Rahmen des EWS hat aber kaum einmal innerhalb eines Jahres ein Ausgleich von positiven und negativen Interventionen stattgefunden, wie die nachstehende Tabelle deutlich zeigt<sup>7</sup>:

*Tabelle 1*  
**Interventionen im D-Mark/Dollar-Raum<sup>a)</sup>**

Jahr	Mrd DM
1974	– 4,7
1975	– 1,4
1976	+ 3,3
1977	+ 5,5
1978	+ 20,1
1979	+ 13,5
1980	– 16,3
1981	– 24,1

<sup>a)</sup> Quelle: Deutsche Bundesbank.

<sup>6</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1974, S. 6.

<sup>7</sup> Man kann über den Zeitraum des Kalenderjahres hinaus auch die Betrachtungsweise auf gleitende 4-Quartalszeiträume erweitern. Diesbezügliche Berechnungen stützen jedoch – etwas modifiziert – ebenfalls das Resultat einer steigenden Interventionstätigkeit, die sich etwa ab 1977/78 nicht mehr ausgleicht.

Bis 1976 wird man die Beträge noch für relativ unbedeutend halten können, nicht zuletzt unter dem Aspekt, daß positive und negative Interventionen innerhalb eines Jahres nicht immer präzise symmetrisch anfallen. Nach 1976 wachsen die Beträge jedoch in eine Größenordnung hinein, die in ihrer Ursache wieder eher in der Einflußnahme auf den Wechselkurs zu suchen sein dürften.

Die Wechselkursentwicklung des Dollars scheint den Hintergrund diesbezüglich zu erhellen (vgl. Abb. 4): Etwa bis Ende 1979/Anfang 1980 wertete sich die D-Mark permanent auf und das steigende Interventionsvolumen in dieser Zeit weist auf eine gegenläufige Trendbeeinflussung hin, ebenso wie die daran anschließenden Dollarverkäufe (negative Interventionen), die die parallel verlaufende D-Mark-Abwertung begleiten. Es liegt also nahe zu vermuten, daß mit Hilfe von Interventionen versucht wurde, den Wechselkursverlauf zu beeinflussen, offenbar im Rahmen einer zunehmenden Doppelbedeutung des Begriffs Währungsstabilität, die neben der binnenwirtschaftlichen Preisstabilität auch die außenwirtschaftliche Wechselkursstabilität einschließt.

An diesem Punkt wird spätestens die Verbindung der Geldpolitik zum Wechselkurs relevant, denn je enger sich die Verknüpfung zwischen binnennorientierter Geldmengensteuerung und der Wechselkursentwicklung darstellt, je stärker ist der Einfluß der außenwirtschaftlichen Verflechtung auf die inländische Wirtschaftspolitik. Und gerade dies wäre das Gegenteil dessen, was man von der Freigabe der Wechselkurse erwartet hatte: die Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank vom Wechselkurs.

Die Theorie hat sich mit diesem Gebiet, insbesondere seit Beginn der 70er Jahre, lebhaft auseinandergesetzt und eine beachtliche Zahl an Erklärungsansätzen hervorgebracht. Dabei fällt es schwer, aus der Vielfalt dieser Argumentationen eine einheitliche Richtung abzuleiten; die herrschende Meinung geht aber heute tendenziell dahin, daß mit Devisenmarktinterventionen der Wechselkurs nur dann beeinflußt werden kann, wenn auch der Geldmengeneffekt entsprechend zur Auswirkung kommt<sup>8</sup>. Im einfachsten Fall – keynesianisch orientiert – stellt sich das an einem Stützungskauf ausländischer Währung dar: Mit dem beabsichtigten Wechselkurseffekt (Abwertung der eigenen Währung) wird gleichzeitig die Geldmenge erweitert, was wiederum den Zins senkt, Kapitalexporte induziert und daher die Wirkung des Wechselkurses stützt.

<sup>8</sup> Dazu gibt einen recht guten Überblick über die Wechselkurstheorie der Aufsatz von *Baltensperger, E.; Böhm, P.: Stand und Entwicklungstendenzen der Wechselkurstheorie*, in: *Außenwirtschaft*, 2/3 (1982), S. 109 - 157.

Auch die neueren Ansätze, die mehr konservativ oder aber portfoliotheoretisch argumentieren, gelangen überwiegend – wenn auch auf unterschiedlichen Wegen – zum selben Ergebnis: Will man den Wechselkurs mit Interventionen beeinflussen, hat man den Geldmengeneffekt zu kalkulieren, oder anders gewendet: Will man die Geldpolitik verändern, ist der dabei entstehende Wechselkurseffekt zu berücksichtigen.

*Abbildung 4: Entwicklung des DM-Außenwerts gegenüber dem US-Dollar<sup>a)</sup>*



a) Quelle: Deutsche Bundesbank.

Unter diesem Aspekt ist es nicht mehr weiter erstaunlich, daß trotz Freigabe der Wechselkurse wieder ein Konflikt zwischen binnendifferent und außenwirtschaftlich orientierter Geldpolitik – wie eingangs beschrieben – aufgetreten konnte. Vielmehr sind Überlegungen zu treffen, ob auch andere Konstellationen möglich sind, die eine binnendifferent orientierte Geldpolitik erschweren könnten.

## **II. Konfliktsituationen für die Geldpolitik im System flexibler Wechselkurse<sup>9</sup>**

Konfliktsituationen für die Binnenwirtschaft können sich zum einen daraus ergeben, daß Schwankungen aus dem Ausland von inländischen Wirtschaftssektoren verkraftet werden müssen, zum anderen aber auch aus dem Versuch heraus, binnengewirtschaftliche Politik zu betreiben, die durch bestimmte außenwirtschaftliche Faktoren wieder zunichte gemacht wird. Von einem Konflikt soll im weiteren immer dann gesprochen werden, wenn die Entwicklung des Wechselkurses mit einer ungünstigen binnengewirtschaftlichen Konjunkturphase zusammentrifft, bzw. die Höhe des Wechselkurses Konjunkturschwankungen möglicherweise verschärft.

In den Problemkreis wurden ferner nur spontane Wechselkursveränderungen einbezogen, die nicht güterwirtschaftlich begründet sind. Diese Vorgehensweise dürfte für die Bundesrepublik Deutschland relevant sein, da das Ausland – betrachtet man nur einmal den D-Mark-Dollar-Bereich – außerordentlich starke Einflüsse geltend machen kann. Güterwirtschaftlich bedingte Schwankungen wurden deshalb ausgeschlossen, weil sie zu ihrer Auswirkung längere Zeit benötigen und daher eher vorhersehbar und kalkulierbar sind.

### *1. Währungsaufwertung und Hochkonjunktur*

Eine Währungsaufwertung als abrupte Wechselkursentwicklung der D-Mark könnte beispielsweise zustandekommen durch eine expansive Geldpolitik des Auslands, die nach heute vorwiegend konservativen Erwartungen zu Preissteigerungen einerseits und zu einer Wechselkurssteigerung (Abwertung) bei der ausländischen Währung andererseits führt. Die gleiche expansive ausländische Maßnahme ist jedoch auch keynesianisch<sup>10</sup> interpretierbar, indem man aus der Geldmengenexpansion eine Zinssenkung ableitet, die für den Kapitalexport und die daraus resultierende Abwertung

<sup>9</sup> Die folgenden Ausführungen gehen in der Grundidee zurück auf die Gegenüberstellung von Konjunktur und außenwirtschaftlicher Situation bei festen Wechselkursen, vgl. Ehrlicher, W.: Die außenwirtschaftliche Komponente der Geldversorgung, in: Jahrbuch für Sozialwissenschaft, Bd. 14, Festschrift für Andreas Predöhl, Göttingen 1963, S. 591 - 605.

<sup>10</sup> Die Bezeichnungen „konservativ“ bzw. „monetaristisch“ einerseits und „keynesianisch“ andererseits polarisieren hier zwei gegensätzliche Denkrichtungen, von denen für die erstere die Vollbeschäftigungsnahme, der Trend zur Stabilität und die Argumentation in realen Größen charakteristisch ist und sich dadurch im wesentlichen von der traditionellen, hier als „keynesianisch“ bezeichneten Betrachtungsweise unterscheidet.

der Auslandswährung verantwortlich ist<sup>11</sup>. Schließlich lassen sich auch außerökonomische Störungen denken, die nicht auf Geldmengenvariationen des Auslands zurückzuführen sind wie etwa politische Krisen. Zumindest nach monetaristisch-konservativer Denkart dürfte es gerechtfertigt sein, diesen Zustand, der für das hier zur Diskussion stehende Inland eine Aufwertung bedeutet, als vorerst dauerhaft anzusehen, da die Leistungsströme erst mit zeitlicher Verzögerung zu reagieren beginnen, die aber auch dann das ursprüngliche Wechselkursniveau nicht wieder herstellen, da in der Zwischenzeit das ausländische Preisniveau gestiegen ist.

Für eine keynesianische Argumentation ist der Schluß bezüglich des Preisniveaus nicht zwingend, wenn die expansive Maßnahme des Auslands z.B. eine Antwort auf Rezession und Unterbeschäftigung darstellt, weil dann eher die Konkurrenzsituation darüber entscheidet, ob sich Preissteigerungen tatsächlich durchsetzen lassen. Im Vordergrund steht vielmehr die Anpassung aufgrund des Elastizitätsansatzes, der nach der anfänglichen Abwertung infolge der terms-of-trade-Veränderung einen Handelsbilanzüberschuß bedingt. Es bleibt dabei jedoch ebenfalls offen, wie schnell sich eine darauf aufbauende Aufwertungserwartung ergibt. Für eine politisch bedingte Wechselkursveränderung ist häufig erst recht keine zeitliche Disposition möglich, da sich politische Krisen bereits des öfteren als dauerhaft erwiesen haben.

Für die Beurteilung des Inlands, das sich mit einer Währungsaufwertung konfrontiert sieht, kommt es darauf an, daß die Tendenz des Wechselkurses einige Zeit anhält, bevor sie sich möglicherweise zurückbildet. Daher muß die Wirkung dieser spontanen Veränderung erwogen werden, was im folgenden vor dem binnengesetzlichen Hintergrund einer Hochkonjunktur erfolgt.

Die Wirkungen, die sich dabei für das Inland ergeben, sind zunächst das Spiegelbild für die zu erwartenden Konsequenzen für das Ausland, die soeben skizziert wurden. Danach könnte nach monetaristischem Verständnis ein Handelsbilanzdefizit bzw. ein reduzierter Handelsbilanzüberschuß deshalb eintreten, weil die Aufwertung mit der Senkung der Importpreise eine Ausdehnung der realen Geldmenge bewirkt, die für eine zusätzliche Nachfrage nach den preiswerter gewordenen Importgütern verwendet wird. Keynesianisch betrachtet käme die gleiche Konsequenz als Resultat der Preiselastizität der inländischen Nachfrage nach Importgütern zustande, ergänzt

<sup>11</sup> Auf die Situation von USA und Bundesrepublik Deutschland bezogen, müßte man die Einschränkung vornehmen, daß die Zinssenkung in den USA auch das Weltzinsniveau beeinflußt und die danach verbleibende Zinsdifferenz vermutlich geringer ausfällt als zunächst angenommen werden könnte.

durch einen mengenmäßigen Rückgang der Exporte, die durch die plötzliche Aufwertung teurer geworden sind.

Obgleich die importpreisbedingte Entlastung des Preisniveaus sich über den Kostenaspekt auch in den Exportpreisen niederschlägt, wird man davon ausgehen können, daß die aufwertungsbedingte Verteuerung der Exporte überwiegt, denn die Importpreise machen nur einen Teil des Gesamtpreisniveaus aus, dessen Absinken daher geringer ausfällt und folglich die Exportpreise weniger beeinflußt als die Preisveränderung durch den Wechselkurs, welche voll zur Entfaltung kommt. Zudem ist in einer Hochkonjunktur ohnehin mit beschleunigten Preissteigerungen zu rechnen, die schon aus diesem Grunde Importgüter attraktiver werden lassen und die Konkurrenzfähigkeit der Exportwirtschaft belasten.

Die Situation in einer in Überhitzung begriffenen Konjunktur läßt nun zunächst ein Handelsbilanzdefizit sogar wünschenswert erscheinen, da es nachfragedämpfend zur Konjunkturstabilisierung beitragen könnte. Hier ist jedoch die zeitverzögerte Wirkung als sehr wesentliche Komponente zu berücksichtigen: Erfahrungsgemäß reagieren Leistungsströme wesentlich langsamer als für unmittelbar zu kalkulierende Wirkungen wünschenswert sein könnte. Wenn im Rahmen dieser Überlegungen die negative Entwicklung der Handelsbilanz in ihrem Schwergewicht erst in die darauf folgende Abschwung- bzw. Rezessionsphase fällt, ist damit die Voraussetzung für eine Verschärfung der Konjunkturschwankung gegeben. Gleichzeitig fallen mit dieser Entwicklung die wechselkursbedingten Entlastungen für das Preisniveau fort und legen Inflationstendenzen frei, die sich möglicherweise vorher unter der Verschleierung des Aufwertungsvorteils in ungünstiger Weise verfestigt haben. Für die Träger der Wirtschaftspolitik wird es dann um so schwieriger, in einer derartigen wirtschaftlichen Flaute gleichzeitig eine Politik der Preisstabilisierung sowie einer Belebung der Beschäftigung zu betreiben.

Es verbleibt damit die Erkenntnis, daß die geschilderte Situation, in der ein plötzliches Absinken des Wechselkurses (Aufwertung) mit einer Phase konjunktureller Überhitzung zusammenfällt, einen Konfliktfall darstellt, was gleichzeitig die Zentralbank als Trägerin der Geldpolitik vor die Frage stellt, in welcher Weise der Geldschöpfungsprozeß, als adäquate Reaktion auf diese Konstellation, fortgesetzt werden soll.

Eine antizyklische Strategie seitens der Notenbank gebietet in einer Hochkonjunktur kontraktive Gegensteuerungsmaßnahmen zur Eindämmung des Preisauftriebs und der Nachfrage. Sofern dies aber geschieht, verschärft sich noch die Aufwertungstendenz, und zwar nicht nur nach mone-

taristischem Modell, welches mit einer Verknappung des Geldangebots eine Verringerung der Inflation sowie eine Aufwertung verbindet, sondern auch nach keynesianischer Erklärung, d.h. durch Kapitalimporte, die durch Zinssteigerungen als Folge der restriktiven Geldpolitik ausgelöst würden. Schließlich wäre auch eine portfoliotheoretische Bestätigung denkbar, denn eine Verminderung der Geldmenge als Vermögensaktivum zöge eine Strukturveränderung innerhalb des Vermögens mit einem Übergewicht an ausländischen Aktiva nach sich, welches zu vermindern ebenfalls durch Kapitalimporte gelingen kann.

Mit einer Verschärfung der Aufwertungstendenz trägt die Zentralbank jedoch noch einmal zu einer Bekräftigung der ohnehin schon verstärkten Konjunkturschwankung bei, so daß sich aus dieser Sicht eine antizyklische Strategie verbietet.

Eine konstatierende Geldpolitik dagegen kann zwar die Überspitzung der Aufwertungstendenz verhindern, fördert aber andererseits den Preisauftrieb im Inland. Es kommt letztlich darauf an, inwieweit von den zentralbankpolitischen Maßnahmen Signalwirkungen auf die monetären Märkte ausgehen, die die Umkehr der Aufwertungstendenz möglicherweise vorwegnehmen, die sich sonst erst durch die negative Leistungsbilanzentwicklung angedeutet hätte. Insofern dürfte die Reaktion der internationalen Leistungsströme bei akkomodierender Geldpolitik weniger schwankungsverstärkend verlaufen, dafür jedoch einen höheren Inflationssockel für die nächste Rezession liefern.

Der Vergleich dieser beiden konträren Maßnahmen läuft damit auf die Entscheidung hinaus, entweder dem Beschäftigungsziel oder dem Ziel der Preisniveaustabilität den Vorzug zu geben. Dieser Zielkonflikt ist zwar ein längst bekanntes dauerhaftes Problem in der Wirtschaftspolitik, welches allerdings in einer Phase der Hochkonjunktur bisher weniger kontrovers war, da in solchen Situationen stets die Inflationsbekämpfung im Vordergrund stand. Die Berücksichtigung außenwirtschaftlich bedingter Störungen akzentuiert diesen trade-off jedoch selbst in Phasen konjunktureller Überhitzung. Außerdem dürfte die Entscheidung auch deshalb zunehmend schwieriger werden, weil die Beschäftigungssituation innerhalb der nächsten Jahre aufgrund des steigenden Arbeitsangebots unbefriedigend bleiben wird.

## *2. Währungsabwertung und Rezession*

Eine plötzliche Abwertungstendenz läßt sich ebenso wie eine Aufwertung als Schwankung aus dem Ausland erklären, etwa mit einer Kehrtwendung

zu restriktiver Geldpolitik, von der nur der bloße Ankündigungseffekt genügt, um mit umfangreichen Kapitalbewegungen die Erwartungen zu verifizieren, die damit als Gegensatz zu expansiver Geldpolitik nunmehr Erleichterungen des Preisniveaus im monetaristischen Sinne verbindet und nach keynesianischem Muster eine Zinserhöhung entsteht, die zusammen mit portfoliotheoretischen Intentionen – eine Abnahme der Geldmenge innerhalb des Vermögens führt zu Veräußerungen in- und ausländischer Aktiva – eine entsprechende Aufwertung der ausländischen Währung entstehen läßt<sup>12</sup>.

Das Inland sieht sich infolgedessen mit einer plötzlichen Abwertung konfrontiert, die für die wirtschaftspolitische Situation einkalkuliert werden muß. Die Situation stellt sich also als Spiegelbild der ersten Konstellation dar, so daß nunmehr das Ausland mit einem Handelsbilanzdefizit, das Inland dagegen mit einem Handelsbilanzüberschuß auf mittlere Sicht rechnen wird. Es bleibt jedoch zu diskutieren, ob einerseits der später zu erwartende Handelsbilanzüberschuß nicht durch zwischenzeitlich gestiegene Preise kleiner als erwartet ausfällt und ob sich nicht andererseits kurzfristig negative Wirkungen auf die Beschäftigung einstellen.

An dieser Stelle hat wiederum die Konjunktursituation das ausschlaggebende Gewicht. Wenn also in einer Phase der Konjunkturschwäche ein Geldangebotsüberhang besteht, wie dies üblicherweise in Rezessionen der Fall ist, dann wäre damit nach neoklassisch-monetaristischen Vorstellungen die entscheidende Voraussetzung für Preissteigerungen geschaffen. Nach keynesianischem Verständnis bietet die ausreichende Geldmenge jedoch nur die notwendige Voraussetzung, die für steigende Preise nicht hinreichend sein muß. Nach dieser Denkrichtung ist eher die Konkurrenzsituation des Marktes ausschlaggebend, die sich in einer Wirtschaftsflaute meist verschärft darstellt und vor dem Hintergrund einer schwachen Nachfrage keine gute Basis für Preissteigerungen bietet. Da in diesem Fall auch die monetaristische und mehr langfristig orientierte Vollbeschäftigungsnahme in Frage gestellt ist, wird man in Übereinstimmung mit den bisherigen Erfahrungen über Inflationsraten im Konjunkturverlauf davon ausgehen, daß die Verschlechterung des Wechselkurses über die Importpreise nicht oder zumindest nicht vollständig auf das Gesamtpreisniveau durchschlägt. Das würde aber andererseits bedeuten, daß der aus der Abwertung heraus zu erwartende Handelsbilanzüberschuß wesentlich größer ausfiele, als wenn zuvor eine Zunahme des Preisniveaus für eine Abschwächung des Konkurrenzvorteils gesorgt hätte, der für den Export mit der Abwertung

<sup>12</sup> Die Einschränkung für ein großes Land wie die USA gilt bezüglich der keynesianisch begründeten Zinssenkung hier analog.

entstanden ist. Da nun die mengenmäßigen Anpassungen Zeit benötigen, um sich durchzusetzen, fällt der Handelsbilanzüberschuß möglicherweise nicht in die Rezession, in der er benötigt würde, sondern in den Aufschwung bzw. in die Phase der Überhitzung, in der eine Zunahme der Nachfrage nicht erwünscht ist, weil sie jetzt zu einer Verstärkung der Konjunkturschwankung und nicht zu ihrer Glättung beiträgt.

In der vorherigen Rezession könnte die Erhöhung der Importpreise allein dagegen ausreichen, um bei kurzfristig preisunelastischer Importnachfrage die Handelsbilanz defizitär werden zu lassen<sup>13,14</sup>, was die ohnehin schwachen Wirtschaftsaktivitäten noch mehr belastet und aus diesem Grund die Konjunkturschwankung bereits in der Rezession verstärkt.

Vor diese Konfliktsituation gestellt, ergibt sich wieder die Frage nach einer adäquaten Geldpolitik. Eine Rezession auch in dieser außenwirtschaftlichen Konstellation mit einer expansiven Strategie zu beantworten, birgt die Gefahr in sich, die bereits durch das Ausland verursachte Abwertung noch zu verstärken, da eine Geldmengenexpansion den Wechselkurs steigen lässt, etwa über Vermögensumschichtungen, die zu Kapitalexporten führen. Dadurch könnte für die Unternehmen, besonders in den import-abhängigen Branchen der Kostendruck noch erheblich verschärft werden, was dann letztendlich doch zu kräftigeren Preissteigerungen führt und eine Anregung der Nachfrage außerordentlich erschweren dürfte.

Würde stattdessen zum Schutze des Preisniveaus die Geldversorgung wieder restriktiver gehandhabt, müßte man damit rechnen, daß der bereits vorhandene Kostendruck bei den Unternehmen ohne Möglichkeiten der Überwälzung zu einer Reihe von Unternehmenszusammenbrüchen führt, die in einer ohnehin schwachen Konjunkturphase die wirtschaftlichen Aktivitäten noch weiter abschwächen und das bereits vorhandene Maß an Arbeitslosigkeit verstärken.

Es zeigt sich also auch hier die Schwierigkeit, die negativen Auswirkungen außenwirtschaftlicher Schwankungen in einer binnenwirtschaftlich ungünstigen Situation zu mildern bzw. zu beseitigen, was man vor Einführung flexibler Wechselkurse noch für unproblematisch gehalten hatte. Vor allem zeigen sich hier die Grenzen einer antizyklischen keynesianischen Geldpolitik, die vor binnenwirtschaftlichem Hintergrund bei bestimmten

<sup>13</sup> Eine entgegengesetzte Wirkung aufgrund eines einkommensabhängigen Rückgangs der Importe ist hier nicht zu berücksichtigen, da dieser sich bereits in der vorangegangenen Phase des Abschwungs vollzogen haben müßte.

<sup>14</sup> Dies beschreibt z.B. Niehans, J.: Some Doubts about the Efficacy of Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates in: Journal of International Economics, 5 (1975), S. 275 - 281.

Annahmen über die Zinselastizität durchaus akzeptabel sein kann<sup>15</sup>. Auf einen kurzen Nenner gebracht kann festgestellt werden, daß die Einbeziehung außenwirtschaftlicher Schwankungen nicht nur im System fester, sondern auch bei flexiblen Wechselkursen den Zielkonflikt zwischen Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung akzentuiert.

### 3. Konfliktmöglichkeiten in „günstigen“ Konjunkturphasen

Die bisherigen Möglichkeiten, die man im Rahmen der Konjunkturschwankungen als problematisch einstufen konnte, waren durch binnengesetzten Wirtschaftssituationen einerseits und Wechselkursentwicklungen andererseits gekennzeichnet, die in ihrem Zusammentreffen von vornherein Wirkungen erwarten lassen, die gegeneinander gerichtet sind. Aber nicht zuletzt die Erfahrungen, die man wechselkurs- und geldpolitisch in den letzten Jahren gemacht hat, ließen erkennen, daß die Schwankungen innerhalb der internationalen finanziellen Märkte eine Größenordnung erreicht haben, die selbst Aufwertungen und Abwertungen in günstigen Konjunktursituationen übersteigern können und damit ungünstige Einflüsse geltend machen, die grundsätzlich zwar erwünscht sind, in ihrer Übersteigerung jedoch wieder negativ auf den Wirtschaftsablauf einwirken, ohne daß es der Bundesbank möglich ist, diesen Tendenzen wirksam zu begegnen.

Ein eindrucksvolles Beispiel bot die Situation der Bundesrepublik 1980. In diesem Fall fiel die drastische, durch Ölpreisseigerungen ausgelöste Abwertung der D-Mark mit einer Hochkonjunktur zusammen, so daß man diese Kombination als ausgesprochen günstig bezeichnen würde. Aber selbst dabei hat es sich gezeigt, daß die restriktive Linie seitens der Bundesbank nicht unproblematisch war, obgleich sie sowohl als Antwort auf die Wechselkursentwicklung als auch auf die damalige Binnenkonjunktur als richtige Strategie eingesetzt zu werden schien. Wenn sich diese Maßnahmen dennoch zu einer Verstärkung der konjunkturellen Schwankung ausgedehnt haben, so mögen dafür mehrere Gründe ausschlaggebend gewesen sein.

Zum einen muß die Boomphase, die für 1979 zu konstatieren war, insofern relativiert werden, als der Tatbestand der Vollbeschäftigung nicht erfüllt war, obgleich dies üblicherweise bei Hochkonjunktur unterstellt wird und somit ohne Berücksichtigung bleiben kann. In diesem Fall war in Bezug auf Arbeitslosigkeit während der seit 1978 gut florierenden Wirtschaft bereits

<sup>15</sup> Erinnert sei an dieser Stelle an die Wirkungen der Geldpolitik, die im keynesianischen Sinne zweifach von der Zinselastizität abhängig ist, einmal von einer niedrigen Zinselastizität der Geldnachfrage und zum anderen von einer hohen Zinselastizität der Investitionen.

ein Abbau erzielt worden, die Arbeitslosenquote war unter 4% gesunken, was bei einer Zahl von 876 000<sup>16</sup> Arbeitslosen aber noch immer als ein hohes – heute freilich wieder eher erstrebenswertes – Niveau zu betrachten war. Damit stellte sich die Beschäftigungslage bei der geldpolitischen Inflationsbekämpfung als erschwerende Nebenbedingung dar.

Die Dämpfung des Preisauftriebs selbst mußte andererseits außergewöhnlich scharf angegangen werden, wollte man verhindern, daß die sich schnell auf alle ökonomischen Bereiche ausbreitende Energieverteuerung eine weitere Fortpflanzung in den Lohnforderungen erfuhr. Es ging der Bundesbank daher nicht nur um die Abwehr der an sich beträchtlichen Steigerung des Preisniveaus aus der Wechselkursabwertung, sondern auch darum, einer inländischen Weiterwälzung durch eine Preis-Lohn-Spirale vorzukommen. Das gipfelte schließlich für die Unternehmen in einem zweifachen Kostendruck, der aus der Importpreisseigerung einerseits und aus den gestiegenen Zinsen andererseits resultierte, während die private Nachfrage gleichfalls durch die Energieverteuerung zurückging und auch Investitionen wegen der hohen Zinsen auf Geldanlagen nicht mehr rentabel waren.

Eine positive Spätwirkung darf indessen mit der Verbesserung der Handels- und Leistungsbilanz vermerkt werden, auch wenn die Abwehr des binnengesetzlichen Preisauftriebs, die die Erhaltung des abwertungsbedingten Konkurrenzvorteils erst ermöglichte, zuvor den Konjunkturabschwung verstärkt und die Arbeitslosigkeit weiter beschleunigt hat.

Ähnliche Überlegungen lassen sich auch für den umgekehrten Fall „Aufwertung und Rezession“ anstellen. Die aufwertungsbedingten Erleichterungen für das Preisniveau lassen zunächst keinen Konflikt erkennen, sondern leisten einer expansiven Geldpolitik eher Vorschub, da die Befürchtungen bezüglich einer wachsenden Inflation gering erscheinen. Wird mit sehr kräftigen expansiven Maßnahmen jedoch ein erfolgreicher Aufschwung eingeleitet, so wird mit der gleichzeitigen Abwertung der importbedingte Vorteil aufgegeben, der möglicherweise zuvor den internen Preisauftrieb verdeckt hat. Je nachdem, welche Größenordnung die binnengesetzliche Inflationskomponente erreicht hat, können nun wieder schärfere Maßnahmen zur Preisniveaustabilisierung geboten sein.

Möglich ist es darüber hinaus, daß zu diesem Zeitpunkt die Spätwirkungen der anfänglichen Aufwertung in Form einer verschlechterten Handelsbilanz hinzutreten und der Konjunktur eine weitere Bremswirkung hinzufügen.

---

<sup>16</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1979, S. 8.

### **III. Konsequenzen für die Geldpolitik**

Das Resultat aus den vorangegangenen Überlegungen ist doppeldeutig: Die wichtigste Erkenntnis ist die Tatsache, daß Interventionen trotz ihrer offenbar gewachsenen Beliebtheit nicht zur dauerhaften Beeinflussung des Wechselkurses geeignet sind, wenn der Geldmengeneffekt dabei außer acht gelassen wird. Die Deutsche Bundesbank mag das ähnlich gesehen haben, denn ihre seit 1977/1978 erfolgten Devisenmarktinterventionen größeren Umfangs waren in der Regel von entsprechenden geldpolitischen Strategien begleitet, so zunächst von einer expansiven Strategie bis Ende 1978 und schließlich von einer restriktiven Strategie seit Ende 1979/Anfang 1980. Mit inländischen Instrumenten hätten jedoch vermutlich ähnliche Effekte erzielt werden können.

Als weiteres Ergebnis hat sich gezeigt, daß im Zusammenspiel von Wechselkurs- und Konjunkturentwicklung Konstellationen auftreten können, die möglicherweise die Schwankungen im Konjunkturverlauf noch verstärken. Die Tatsache, daß ein Entgegenwirken seitens der Geldpolitik aufgrund der Doppelwirkung von Devisenmarktinterventionen nicht nur nicht möglich ist, sondern vielmehr noch verschärfend wirken kann, erscheint dabei ganz besonders bedeutsam; denn sie zeigt einerseits den letzten Befürwortern einer antizyklisch-beschäftigungsorientierten Geldpolitik die Grenzen dieser Handlungsweise auf und verdeutlicht andererseits auch die Konsequenzen konjunkturpolitisch motivierter Geldsteuerung bei ruhigem Wechselkursverlauf: Durch das Gegensteuern in einer Hochkonjunktur wird mit restriktiver Politik eine Aufwertung erzeugt, ebenso wie expansive Maßnahmen in Rezessionen abwertende Wirkungen haben. Bei Vorliegen der entsprechenden, jeweils geschilderten Voraussetzungen besteht damit die Gefahr, mit vordergründig verstetigenden Maßnahmen über die außenwirtschaftliche Verflechtung das Gegenteil zu erreichen.

Daher bietet sich vor diesem Hintergrund als Alternative eine passive Geldmengenstrategie an. Ohne auf klassische bzw. monetaristische Auffassungen ausführlich einzugehen, muß an Hand der Zusammenhänge, wie sie sich heute darstellen, vermutet werden, daß eine eher stetige, passive Strategie für den Wirtschaftsablauf weniger Konflikte hervorruft, weil sie auf längere Sicht die Möglichkeit eröffnet, Erwartungen zu stabilisieren und damit ein ganz erhebliches Potential an Konjunktur- und Wechselkurschwankungen abzubauen. Danach verbleiben noch immer die Schwankungen, die politisch verursacht werden und daher unvorhersehbar bleiben.

Diese, seit Beginn der 80er Jahre neu aufgelebte Problematik scheint auch weiterhin aktuell zu bleiben. Die über einen längeren Zeitraum dauernde

Abwertung der D-Mark infolge des Dollar-Höhenfluges führte mehrfach in der Öffentlichkeit zu Rufen nach Interventionen der Bundesbank. Nachdem der Trend des Dollars sich nunmehr wieder umzukehren scheint, gehen die Stimmen mit dem Ruf nach der „weichen Landung“ des Dollars ebenfalls in diese Richtung.

Die Ausgestaltung einer Geldmengenregel als verstetigendes Element an dieser Stelle zu diskutieren, würde den Rahmen dieses Beitrags sprengen, aber eine praktikable Lösung könnte etwa in der Mitte liegen, zwischen einer strengen, prozentual festgelegten Regel, die aus Wachstumsüberlegungen heraus problematisch werden könnte, und einer anpassungsfähigen Bandbreitenstrategie, wie etwa die der Bundesbank, welche im Bedarfsfall auch für den konjunkturpolitischen Einsatz offen ist. Damit könnte ein weiterer Schritt zur Verstetigung der Wirtschaftsaktivitäten getan werden, nachdem der erste Schritt 1974 von einer zinsorientierten keynesianischen Geldpolitik zu einer mengenzielorientierten Strategie sich relativ erfolgreich behauptet hat.

## Literatur

- Baltensperger, E. / Böhm, P.: Stand und Entwicklungstendenzen der Wechselkurstheorie*, in: *Außenwirtschaft*, 2/3 (1982), S. 109 - 157. – *Branson, W. H.: Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination*, in: *Reprints in International Finance*, No 20, *International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, New Jersey* 1980. – *Deutsche Bundesbank: Die Währungsreserven der Bundesbank im Spiegel des Wochenausweises*, in: *Monatsbericht*, Januar 1982, S. 15 - 19. – *Deutsche Bundesbank: Geschäftsberichte der Jahre 1972 - 1982*. – *Ehrlicher, W.: Die außenwirtschaftliche Komponente der Geldversorgung*, in: *Jahrbuch für Sozialwissenschaft*, Bd. 14, *Festschrift für Andreas Predöhl*, Göttingen 1963, S. 591 - 605. – *Fleming, J. M.: Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates*, in: *IMF Staff Papers*, 1962, S. 369 - 380. – *Mathieson, D.: The Impact of Monetary and Fiscal Policy Under Flexible Exchange Rates and Alternative Expectations Structures*, in: *IMF Staff Papers*, 1977, S. 535 - 568. – *Mundell, R.: International Economics*, London 1968. – *Niehans, J.: Some Doubts about the Efficacy of Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates*, in: *Journal of International Economics*, 5 (1975), S. 275 - 281. – *Niehans, J.: Volkswirtschaftliche Wirkungen alternativer geldpolitischer Instrumente in einer kleinen offenen Volkswirtschaft*, in: *Ehrlicher, W. / Richter, R. (Hrsg.): Probleme der Währungspolitik, Schriften des Vereins für Socialpolitik*, Band 120, 1981, S. 55 - 111. – *Westphal, H.-M.: Internationaler Preiszusammenhang und Kaufkraftparitätentheorie*, Berlin 1980.

## Zusammenfassung

### Konflikte der monetären Steuerung bei flexiblen Wechselkursen

Seitdem die Deutsche Bundesbank 1980 ihre Geldpolitik erstmals seit Einführung flexibler Wechselkurse deutlich an außenwirtschaftlichen Gegebenheiten orientierte, ist die Diskussion über die außenwirtschaftliche Abhängigkeit der Geldversorgung wieder aufgelebt. Im Mittelpunkt stand dabei die Interventionspolitik, welche zum einen für die binnengesetzliche Geldversorgung und zum anderen für die Wechselkursentwicklung bedeutsam sein kann.

Es wird in dieser Arbeit offenbar, daß die Interventionsaktivitäten in der Bundesrepublik Deutschland auch bei flexiblen Wechselkursen recht lebhaft sind und insbesondere seit 1977/78 einen immer stärkeren Umfang annahmen. Da seit dieser Zeit auch eine beträchtliche Veränderung des Wechselkurses (Dollar) zu verzeichnen war, lag die Vermutung nahe, daß die Geldpolitik der Bundesbank sich wieder stärker an außenwirtschaftlichen Gegebenheiten orientierte. Zu welchen Konsequenzen das führt, zeigen die nachfolgenden Erörterungen: Ausgehend von der theoretischen Erkenntnis, daß eine Devisenmarktintervention ohne Geldmengeneffekt den Wechselkurs nicht dauerhaft beeinflußt, für eine bestimmte Wechselkursveränderung jedoch auch Geldpolitik mittels inländischer Instrumente betrieben werden kann, können Situationen dargestellt werden, die sich in ihrer Konstellation von Konjunkturphase und Wechselkursbewegung als konfliktreich erweisen. Eine antizyklische Geldpolitik, wie sie zumindest ansatzweise auch heute noch zu beobachten ist, kann diesen Konflikten nicht nur nicht begegnen, sondern sie verschärft aufgrund ihrer gleichzeitigen Wirkung auf den Wechselkurs unter Umständen sogar die Konjunkturschwankungen. Vor diesem Hintergrund ist eine mehr verstetigende Geldpolitik zu fordern, die zum Abbau vorhandener Potentiale von Konjunktur- und Wechselkurschwankungen beitragen kann.

## Summary

### Conflicts of Monetary Control under Flexible Exchange Rates

Since the German Bundesbank manifestly oriented its monetary policy in 1980 for the first time since the introduction of flexible exchange rates to foreign trade conditions, the debate on the dependence of the money supply on foreign trade has been revived. The central issue is intervention policy, which can be significant on the one hand for the domestic money supply and on the other for the trend of exchange rates.

In this study it becomes evident that the intervention activities in the Federal Republic of Germany are quite lively even under flexible exchange rates and have taken on an ever greater magnitude especially since 1977/78. As, since that time, a considerable change in the (dollar) exchange rate was recorded, it suggested itself that the monetary policy of the German Bundesbank was again more closely oriented to foreign trade conditions. The ensuing consequences are depicted by the following deliberations: Proceeding from the theoretical finding that foreign exchange market intervention without a money supply effect has no lasting effect on the exchange rate, but that monetary policy by way of domestic instruments may also be pursued to attain a

specific exchange rate change, situations can be described, which, in view of the constellation of cyclical phase and exchange rate movements, may prove rich in conflicts. An anticyclical monetary policy, which can still be observed currently at least in rudimentary form, can not only counter such conflicts, but due to its simultaneous impact on the exchange rate even aggravates under certain circumstances the cyclical fluctuations. Against this background, a more steady monetary policy must be called for, which can contribute to reducing potentials for cyclical and exchange rate fluctuations.

## Résumé

### Conflits du contrôle monétaire sous des taux de change flottants

En 1980, pour la première fois depuis l'introduction des taux de change flottants, la Deutsche Bundesbank (Banque fédérale d'Allemagne) a nettement orienté sa politique monétaire aux conditions extérieures. Depuis lors, la discussion sur la dépendance extérieure de l'approvisionnement monétaire est à nouveau ranimée. Au centre des débats se trouvait la politique d'intervention qui peut être significative, d'une part, pour l'approvisionnement monétaire du pays et, d'autre part, pour l'évolution des taux de change.

Ce travail révèle qu'en République Fédérale d'Allemagne, même sous des taux de change flottants, les interventions sont fort nombreuses et qu'elles ont pris de plus en plus d'ampleur, spécialement depuis 1977/78. Comme aussi depuis cette époque, les taux de change (dollar) se sont considérablement modifiés, on a été amené conjecturer que la politique monétaire de la Bundesbank se réorientait davantage aux conditions extérieures. Les conséquences en sont les suivantes: en partant du fait théorique établi, qu'une intervention sur le marché des devises, sans effet sur la quantité monétaire, n'influence pas durablement le taux de change, mais que, pour modifier dans une certaine mesure le taux de change, on peut exercer une politique monétaire à l'aide d'instruments nationaux, on peut présenter des situations dont la constellation de phase conjoncturelle et de mouvement des taux de change se révèle conflictuelle. Une politique monétaire anticyclique – comme on peut encore l'observer en partie à l'heure actuelle – ne peut non seulement ne pas rencontrer ces conflits, mais elle aggrave même éventuellement les fluctuations conjoncturelles parce qu'elle influence en même temps le taux de change. C'est pourquoi, il faut exiger une politique monétaire plus continue qui puisse contribuer à réduire des potentiels existants de fluctuations conjoncturelles et des taux de change.