

Einige Auswirkungen der Währungspolitik auf den finanziellen Sektor*

Von Wolf-Dieter Becker, Aachen

Die nachstehenden Ausführungen beschäftigen sich mit aktuellen Ereignissen, die mit Denkansätzen der theoretischen Wirtschaftspolitik zu erklären versucht werden. Im ersten Abschnitt werden monetäre Auswirkungen währungspolitischer Regelungen und Maßnahmen behandelt, wie sie vor allem aus der monetären Theorie der Zahlungsbilanz, aber auch aus der Kaufkraftparitäten-Theorie abzuleiten sind. Im zweiten Abschnitt werden einige Konsequenzen für die Geschäftspolitik der Banken untersucht, insbesondere das Feedback zwischen Wechselkursrisiko und Zinsrisiko.

I. Monetäre und fiskalische Implikationen

1. Zustandsanalyse

Seit der Bullion-Kontroverse (insbesondere dank *Ricardos* Mitwirkung an dieser Auseinandersetzung¹) und vor allem seit der Wiederentdeckung und Formulierung des Theorems der Kaufkraftparitäten durch Gustav Cassel² Anfang der zwanziger Jahre wissen wir, daß für die Wechselkurspolitik in einer Umwelt variabler Preisniveaus und konvertibler Währungen unter sonst gleichen Umständen und auf die Dauer nur die Alternative besteht,

— entweder die Wechselkurse unverändert zu halten und die Zins- und Inflationsraten zu harmonisieren, oder aber

* Vorbereitet als Vortrag im Institut für Wirtschaftspolitik der Universität Kiel am 2. Juli 1981. Der Verfasser dankt insbesondere H. H. Francke (Freiburg i. B.), Th. Mayer (Davis/Ca.), M. J. M. Neumann (Bonn) und M. Willms (Kiel) für hilfreiche Kommentare und Hinweise. Das Manuskript wurde Ende November 1981 abgeschlossen.

¹ „The High Price of Bullion, a Proof of the Depreciation of Banknotes“, London: 1810.

² Dem vorliegenden Aufsatz liegt die 5. Auflage der „Theoretische Sozialökonomie“, Leipzig: 1932, zugrunde.

- eine unterschiedliche Entwicklung der Preisniveaus verschiedener Länder zu akzeptieren und die Wechselkurse unabhängig fluktuieren zu lassen³.

Andere Möglichkeiten sind logisch ausgeschlossen.

Mit der Schaffung des Europäischen Währungssystems (EWS) im März 1979 hatten sich die Mitgliedländer für quasi-feste Wechselkurse innerhalb des Systems entschlossen und damit implizite für eine Harmonisierung der verschiedenen nationalen Zins- und Inflationsraten dieser Länder⁴.

Gegenüber Drittländern sollen Wechselkurse der einzelnen EWS-Währungen fluktuieren; implizite werden also Abweichungen bei den Bewegungen der Zins- und Preisniveaus der Drittländer von der Entwicklung des (oder der) Preisniveaus der EWS-Länder hingenommen. Allerdings muß schon an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, daß es Rückkoppelungseffekte zwischen dem Festkursgebilde des EWS und den Schwankungen der Wechselkurse der einzelnen Währungen der EWS-Länder gegenüber Drittwährungen gibt, die das volle Funktionieren des Kaufkraftparitäten-Theorems auch insoweit verhindern.

Wenden wir uns zunächst dem Quasi-Festkurssystem EWS zu, dann wird man die monetären Implikationen zweckmäßigerweise mit dem Instrumentarium der monetären Zahlungsbilanztheorie⁵ zu analysieren versuchen. Dabei spielt der direkte internationale Zinszusammenhang die entscheidende Rolle. Erwartete und/oder tatsächliche nominelle Zinssteigerungen im Ausland werden unmittelbar auf das Inland übertragen und vermindern den Realwert der inländischen Geldvermögensbestände, soweit diese nicht vertraglich mit mehr oder weniger syn-

³ PA soll das allgemeine Preisniveau im Land A bezeichnen und PB das allgemeine Preisniveau im Land B , während k den „natürlichen“ Kaufkraftunterschied zwischen A und B darstellt, der im mittelfristigen Zeitverlauf gleich bleibt. Dann wird der Wechselkurs W bestimmt durch $\frac{PA}{PB \cdot k}$. Oder im Zeitverlauf, wenn k gleich bleibt: $W_1 : W_2 = \frac{PA_1}{PA_2} : \frac{PB_1}{PB_2}$. Bleibt $\frac{PA_1}{PA_2} = 1$, dann ergibt sich $\frac{W_1}{W_2} = \frac{PB_1}{PB_2}$. Die Veränderung von W spiegelt die Verschiebung des Preisniveaus in B wider.

⁴ Auf die komplizierte Technik des EWS ist hier nicht einzugehen. Vgl. W. Gösele, Grundzüge des Europäischen Währungssystems, in: Kredit und Kapital, 12. Jg. (1979), S. 377 ff.

⁵ Ein Überblick in deutsch: Eckhard Knappe, Die monetäre Zahlungsbilanztheorie, in: Kredit und Kapital, 13. Jg. (1980), S. 532 ff.

chron-variablen Zinssätzen ausgestattet sind (was nur für wenige Geldvermögensbestände zutrifft). Es kommt zu Bestandsanpassungsprozessen; das heißt in unserem Beispiel zum Netto-Export von Geldvermögen, oder anders ausgedrückt zu einer Passivierungstendenz der Devisenbilanz. Umgekehrt umgekehrt. Wegen der schon erwähnten Rückkoppelungseffekte, auf die gleich noch zurückzukommen ist, wirkt der direkte internationale Zinszusammenhang übrigens auch im Verhältnis zu Drittländern (sprich: zum Dollar). Das Kaufkraftparitäten-Theorem kann auch hier nicht zum Zuge kommen.

Es ist unschwer zu erkennen, daß dieses Szenarium ziemlich genau die deutsche Situation und die Lage anderer Länder innerhalb und außerhalb des EWS beschreibt. In den meisten EWS-Ländern und weltweit wird zur Zeit Deflationspolitik betrieben. In Deutschland bestehen aber Bedenken, die damit verbundene Hochzinspolitik so exzessiv zu betreiben, bis die schon vorhandene Rezession in eine Depression ausartet. Die Deutsche Bundesbank hatte sich daher über lange Zeit bemüht, in Deutschland ein Kompromiß-Zinsniveau zu halten, das einerseits vergleichsweise hoch genug war, um einen allzu starken privaten Geldexport zu verhindern und noch möglichst die Kreditaufnahme öffentlicher Haushalte im Ausland zu ermöglichen, und zum anderen wiederum nicht so hoch zu liegen kam, daß die Rezession wesentlich verstärkt wurde.

Die mit Deutschland konkurrierenden Hochzinsländer innerhalb und außerhalb des EWS, deren Zinsniveaus höher liegen, hatten Devisenzuflüsse, also eine Zunahme ihres inländischen Geldangebots. Sie war aber wegen der dort betriebenen Deflationspolitik unerwünscht und die zuständigen Behörden versuchten, die durch Zuflüsse von Auslandsgeld bedingte Geldangebotszunahme durch Restriktionspolitik zu neutralisieren, wie dies übrigens auch die Deutsche Bundesbank in den fünfziger und sechziger Jahren unter dem Festkursregime des Bretton-Woods-Systems gleichfalls versucht hatte. Eine solche Politik ist indessen heute in Devisenzufluß-Ländern ebenso kontraproduktiv, wie sie es schon vor fünfundzwanzig Jahren in Deutschland war. Restriktive Geldpolitik kann die zinsinduzierten Angebotsüberschüsse auf den betreffenden Geldvermögensmärkten nicht beseitigen und den direkten internationalen Zinszusammenhang nicht aufheben. Weil sich die Abfluß-Länder gegen den Verlust ihrer Devisenreserven mit noch höheren Zinsen wehrten, war das Ergebnis vielmehr eine konkurrierende Hochzinspolitik. Anders ausgedrückt handelt es sich um einen Kampf

um Stabilisierungsvorteile, bei dem sich die Beteiligten wechselseitig wachsende Deflationslasten zuschieben, also eine beggar-my-neighbour-Politik.

Gegenüber den Währungen von Drittländern sind die Kurse der einzelnen Währungen der EWS-Länder zwar prinzipiell beweglich. Dennoch handelt es sich nicht um das Paradigma frei fluktuierender Wechselkurse der Kaufkraft-Paritäten-Theorie. Denn die Kurse der einzelnen EWS-Währungen bewegen sich gegenüber den Drittwährungen nicht unbeeinflusst von der grundsätzlichen Festkurs-Bindung innerhalb des EWS. Die im EWS-Abkommen als interne Rechengröße eingeführte Europäische Währungseinheit (ECU) ist, wie es schon früher (in der „Schlange“) die Europäische Recheneinheit war, und es die Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds ebenfalls sind, ein „Korb“, wobei die einzelnen Leitkurse ein „Gitter“ bilden, das nur in seiner Gesamtheit verändert werden kann. Der Wert dieser Einheit errechnet sich aus den Wechselkursen der beteiligten Länder, wobei das Gewicht der einzelnen Währungen in dem Korb nach dem Anteil des Landes am innereuropäischen Handel, nach der Höhe des Sozialprodukts und nach seiner Quote im sogenannten Beistandsmechanismus festgelegt wurde.

Die konkurrierende Hochzinspolitik führte nun, wie gesagt, zu einem starken Devisenabfluß aus Deutschland. Die DM wurde deshalb zeitweilig im EWS zu einer technisch schwachen Währung, während sich bislang schwache europäische Währungen dem oberen Interventionspunkt des EWS näherten. Auf diese Weise verlor auch die ECU gegenüber den Drittwährungen an Boden. Im Prinzip zog die technisch schwache DM mit ihrem Gewicht von rd. 33 % innerhalb des EWS die Wechselkurse aller System-Währungen (also das „Gitter“ oder, weil die Konstruktion mehrdimensional ist, besser: den Käfig) mit nach unten. Diese Entwicklung veranlaßte Anleger, Geldvermögen in Drittländer zu verlagern oder statt in Deutschland gleich dort zu bilden. Umgekehrt ausgedrückt bedeutete diese Entwicklung aber für die DM allein, daß sie — im Käfig gefangen — gegenüber dem Dollar zu keinem Zeitpunkt jeweils so weit (das heißt: so schnell) abgewertet wurde, wie es aufgrund der Devisenabflüsse nötig gewesen wäre, um wieder DM-Aufwertungserwartungen zu wecken, weil sie selbst eben nur ein Drittel des Käfigs ausmacht. Dadurch wurden wiederum bei der DM Abwertungserwartungen verstärkt und verlängert und umgekehrt Abwertungsrisiken bei anderen Währungen vermindert; die Gegenspekulation

als Bremse gegen eine zu starke DM-Abwertung war weitgehend außer Funktion. Der *Ricardo / Cassel*-Mechanismus kann nicht befriedigend arbeiten.

Das soll an einem einfachen Beispiel erläutert werden. Gegeben seien drei Länder A, B, C, von denen A und B in einem Währungssystem (Korb) mit relativ festen Wechselkursen zusammengeschlossen sind; d. h. daß Paritätenänderungen nicht zu erwarten, aber auch nicht völlig ausgeschlossen sind. Die Preisniveaus entwickeln sich (steigen) in allen drei Ländern unterschiedlich. In dem Korb besteht die Regel, daß die Wechselkurse nicht mehr als $\pm 2,25\%$ von einem Mittelkurs abweichen dürfen, insgesamt also um eine Spanne von höchstens $4,5\%$. Es soll sich nun eine Situation ergeben haben, bei der — aus welchen Gründen auch immer — die Währung A sich am oberen, die Währung B hingegen sich am unteren Interventionspunkt des Korbes befindet. Gleichzeitig steigt der Wechselkurs der „Drittwährung“ C. Es ergibt sich dann folgendes Muster:

- Die Währung des Landes A muß die Währung des Landes B stützen; umgekehrt muß das Land B seine eigene Währung gegen Abgabe von A-Währung ankaufen.
- Im Verhältnis zu B kann der Wechselkurs A nicht weiter steigen. Im Verhältnis zu A kann der B-Kurs nicht weiter fallen. Sowohl einer Hausse-Spekulation in A-Währung als auch einer Baisse-Spekulation in B-Währung sind damit scheinbar Grenzen gesetzt. Ebensovienig wie das Bretton-Woods-Abkommen kann aber das EWS Wechselkursänderungen unter allen Umständen ausschließen; vielmehr sieht die Vereinbarung solche Anpassungen durchaus vor. Für die Hausse-Spekulanten bedeutet das wegen des geringen Risikos einen gesteigerten Anreiz, auf ein weiteres Steigen des A-Wechselkurses über den oberen Interventionspunkt hinaus zu setzen („Aufwertung“). Ihr Risiko beschränkt sich auf die relativ geringen Transaktionskosten; denn schlimmstenfalls findet die Aufwertung nicht statt. Kein Spekulant braucht unter diesen Umständen damit zu rechnen, daß der A-Wechselkurs etwa unter den oberen Interventionspunkt sinkt. Gegenspekulation gibt es nicht. — Im Falle der Baisse-Spekulation sind die Zusammenhänge gerade umgekehrt.
- Im Verhältnis zu C kann der Kurs A nicht stärker steigen als der Wechselkurs des ganzen Korbes steigt. Umgekehrt kann im Verhältnis zu C der Wechselkurs B nicht stärker fallen als der ganze Korb.

Die Bewegung des Korbes hängt vom Gewicht der Währungen A und B in dem Korb ab.

Das heißt, daß die Veränderungen der Wechselkurse von A und B gegenüber C nicht (mehr oder weniger) von der jeweiligen Kaufkraftparität determiniert, sondern entscheidend von der Kaufkraftparität und dem Gewicht der jeweils anderen Korbwährung mitbestimmt werden.

Von einer Bewegung „freier unabhängiger Währungen“ (G. Cassel), wie im klassischen Kaufkraftparitäten-Theorem angenommen, kann weder bei A noch bei B noch beim Korb im Verhältnis zur Währung C die Rede sein. Setzt man statt $A = \text{ffr}$, statt $B = \text{DM}$ und statt $C = \$$, dann hat man die Wechselkurskonstellation vom Sommer 1981.

Die Überlegungen zeigen, daß man nicht von einem Versagen der Kaufkraftparitäten-Theorie sprechen kann, weil es eben an der Voraussetzung „unabhängig“ beweglicher Wechselkurse der europäischen Währungen gegenüber dem Dollar fehlt⁶. Das gilt für die Behinderung der Wechselkursbewegungen durch die „Schlange“ ebenso wie durch das EWS und durch zahlungs- und handelspolitische Hindernisse, die schon Gustav Cassel beschreibt⁷. Auch zur Erklärung der Wechselkursbewegungen der einzelnen EWS-Währungen gegenüber dem Dollar gilt daher der monetäre Ansatz der Zahlungsbilanztheorie.

Aufgrund der quasi-festen Wechselkurse innerhalb des EWS ist eine individuelle Kursbewegung gegenüber Drittwährungen — wie erwähnt — ohnehin nur in beschränktem Umfang möglich. Die bilateralen Kurse gegenüber den Mitgliedswährungen können sich nur soweit ändern, bis sie die im EWS umrissenen Interventionsverpflichtungen auslösen. Dieser Punkt wird in der Praxis relativ schnell erreicht, weil die bilateral festgelegten Schwankungsbreiten (von $\pm 2,25\%$) durch die Einführung eines sogenannten Abweichungsindikators (und von Abweichungsschwellen), bei dem die Regierungen schon angemessene Maßnahmen ergreifen müssen, noch zusätzlich eingeengt worden sind. Auf die technischen Einzelheiten des Interventionsmechanismus kann hier nicht näher eingegangen werden⁸. Sobald jedenfalls der Abfluß von Devisen von einem Niedrigzinsland in ein Hochzinsland den Wechselkurs des

⁶ Dazu: Jacob A. Frenkel, „The Collapse of Purchasing Power Parities During the 1970's“, *European Economic Review*, Vol. 16 (1981), S. 145 ff.

⁷ a.a.O., S. 457 ff. (Kap. XII).

⁸ Siehe W. Gösele, a.a.O.

Niedrigzinslandes an die nahegelegene untere Schwelle treibt, muß die Niedrigzinswährung gestützt werden. Die Bankenliquidität (in der heimischen Währung) nimmt im Zuge der Stützungsaktion im Hochzinsland zu und im Niedrigzinsland ab. Dies müßte tendenziell zu einem Absinken des Zinses in dem Hochzinsland und zu einem Anstieg in dem Niedrigzinsland führen. Eine solche Folge widerspricht aber sowohl der Stabilitätspolitik in den (relativen) Hochzinsländern als auch den (relativen) wachstumspolitischen Notwendigkeiten beispielsweise in der Bundesrepublik. Die betreffenden Zentralbanken werden möglicherweise mit Geld- und Devisenmarktinterventionen gegensteuern.

Es kann nun aber durchaus die Situation eintreten, daß gerade solche Stützungsinterventionen bei der gestützten Währung zu verstärkten Abwertungserwartungen führen oder jedenfalls zu der Annahme, daß ihr Kurs kurzfristig bestimmt nicht steigen wird (weil er ja ohnehin schon gestützt werden muß). In diesem Fall machen die Interventionen also alles nur noch schlimmer, indem sie die Risikovorstellung bei einer Spekulation à la Baisse minimiert, ja geradezu gegen Null gehen läßt.

2. Das währungspolitische Trilemma und seine Folgen

Die gegenwärtige internationale Währungspolitik ist also durch eine Zwickmühle mit drei Konsequenzen bestimmt, die alle drei unakzeptabel und mit den politischen Erfordernissen nicht vereinbar sind. Die zinsinduzierten Geldbewegungen auf den internationalen Märkten bewirken:

- In (relativen) Hochzinsländern eine Vergrößerung des Geldangebots, die für die dortige Stabilitätspolitik kontraproduktiv wirkt,
- in (relativen) Niedrigzinsländern eine Verringerung des Geldangebots, die über Zinssteigerungen hier zu einer Verstärkung der Rezession führt, und schließlich bewirken sie,
- daß Leistungsbilanzdefizite von (relativen) Niedrigzinsländern nicht in jedem Falle „marktmäßig“ finanziert werden können.

Das ist das währungspolitische Trilemma. Sein offensichtliches Ergebnis ist zunächst einmal die Konservierung der Weltrezession infolge der konkurrierenden Hochzinspolitik, die — je länger sie dauert — mit der wachsenden Gefahr des Abrutschens der Weltwirtschaft in eine tiefe Depression verbunden ist. Im speziellen Falle Deutschlands sind außerdem infolge der währungspolitischen Regeln des EWS die

geld- und konjunkturpolitischen Instanzen nur eingeschränkt handlungsfähig. Der vom EWS erzwungene Zinszusammenhang behindert kräftige Zinssenkungen im Inland, die wegen des Nichtstattfindens zinsempfindlicher realer Investitionen dringend erforderlich wären. Die zinspolitische Behinderung von Investitionen führt zu zunehmender Unterbeschäftigung, zu zusätzlichen Ausgaben der öffentlichen Haushalte und zu schwindenden Steuereinnahmen. Die deshalb auftretende zusätzliche Staatsverschuldung irritiert das inländische und das ausländische Publikum. Die marktmäßige Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits wird daher nicht nur aus zinspolitischen, sondern auch aus psychologischen Gründen schwierig. Zudem wird angenommen, daß die hohen und zwangsläufig steigenden Staatsausgaben in volkswirtschaftlich weniger effizienter Weise verwendet werden als es bei privaten Ausgaben der Fall wäre, und daß auf diese Weise weniger als an sich möglich (oder sogar negativ) zur gesamtwirtschaftlichen Zukunftsproduktivität beigetragen wird (Crowding-Out).

Schließlich ist auch noch auf einen kritischen Umstand hinzuweisen, der sich grundsätzlich bei allen Preisreglementierungen ergibt: Das Quasi-Festkurssystem des EWS dürfte in der Zukunft das Ausmaß der letzten Endes trotz allem unvermeidlichen Wechselkursadjustierungen verschärfen. Denn ebensowenig wie das schon historische Bretton-Woods-Abkommen dazu in der Lage war, kann das EWS für seine Mitgliedsländer feste Wechselkurse für die Ewigkeit garantieren. Das kann man einfach aus den permanent großen Inflationsunterschieden zwischen den EWS-Mitgliedsländern schließen, die durch Zinsdifferenzen auf die Dauer nur unzulänglich ausgeglichen werden. Wenn sich unter diesen Umständen eines Tages die Überzeugung durchsetzt, daß die Rahmenbedingungen früher oder später eine Wechselkurskorrektur innerhalb des EWS erzwingen werden, kann es zu beträchtlichen Kapitalabwanderungen aus den abwertungsverdächtigen Ländern (mit hohen Inflationsraten) innerhalb und außerhalb des EWS in die (anderen) relativen Hochzinsländer des EWS kommen. Dann helfen u. U. nur noch große Wechselkurskorrekturen, die ihrerseits wieder zu erheblichen Strukturanpassungen zwingen. Als Alternative bliebe eine entsprechende Anpassung der Inflationsrate an die ausländischen; aber das will niemand.

3. Auswege

Nach der Analyse der Zusammenhänge bei Abschätzung der tatsächlichen und/oder mutmaßlichen Folgen der aktuellen Währungspolitik

stellt sich die Frage nach einem Ausweg aus dem dargestellten Trilemma. Keinen Weg aus der währungspolitischen Sackgasse eröffnen Kapitalverkehrs-Reglementierungen, seien sie freiwillig (*Gentleman's agreement*) oder auf § 23 AWG gestützt; das gilt auch für entsprechende Pläne, das gesamte EWS vom Weltmarktzins „abzukoppeln“. Sie verstärken im Gegenteil eine Flucht aus der DM und anderen europäischen Währungen und beeinträchtigen die marktmäßige Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite, weil dadurch die DM und andere europäische Währungen zu Mausefallen-Währungen werden: Man kommt leicht hinein, aber nur schwer wieder heraus. Es kann kaum angenommen werden, daß ausländische Anleger darauf hereinfallen würden; wahrscheinlich genügt schon der bloße Verdacht, um die geschilderte Wirkung hervorzurufen. Daher ist auch zu vermuten, daß schon bisher ein Teil der verzeichneten Abflüsse von Devisen auf solchen Erwägungen beruht.

Bleibt das EWS mit den quasi-festen Wechselkursen so bestehen wie es heute ist, dann wird es bewirken, daß sich die Inflation in Deutschland am Ende beträchtlich beschleunigt. Man muß daher fragen, ob eine mehr flexible Wechselkurspolitik dem geschilderten Trilemma abhelfen kann. Gegen mehr Wechselkursflexibilität wird eingewandt, daß eine dann etwa eintretende Abwertungstendenz der DM gegenüber dem Dollar einen Inflationsimport bewirke, d. h. nüchtern betrachtet tendenziell steigende Importpreise. Umgekehrt argumentiert man bei etwaigen Aufwertungstendenzen mit dem Hinweis auf die tendenzielle Verteuerung der Ausfuhr. Die wechselnde Argumentation ist aus den fünfziger und sechziger Jahren geläufig. Zunächst einmal ist es eine offene Frage, ob der DM-Kurs gegebenenfalls überhaupt noch nennenswert fallen oder steigen wird. Jedenfalls sind Betrachtungen, die an eine solche Tendenz anknüpfen, derzeit reine Spekulation. Ob und in welchem Ausmaß sich Preissteigerungs-Impulse auf das inländische Konsumenten-Preisniveau auswirken (können), ist zum anderen eine Frage der Nachfrageelastizitäten im Inland. Sie sind in Rezessionszeiten relativ groß. Es ist durchaus nicht ausgemacht, daß nach einer Abwertung die alten Mengen zu höheren Preisen bezogen werden, jedenfalls nicht auf die Dauer. Ob eine Neigung zur Aufwertung den deutschen Export stärker beeinträchtigen würde, ist andererseits gleichfalls offen. Die Erfahrungen der letzten zwei Jahrzehnte sprechen dagegen. In diesem Zusammenhang ist auch zu beachten, daß beispielsweise der Ölschock von 1979 die verschiedenen Länder sehr unterschiedlich getroffen hat. Generalisierende Prophezeiungen sind daher unzulässig.

Es bleiben natürlich Risiken. Dennoch kann der gegenwärtige Zustand nicht bestehen bleiben. Eine solche, hier nur grob skizzierte monetäre Politik stößt indessen in Deutschland auf massiven Widerstand in der diplomatischen Politik. Das EWS ist heute ebenso politisch tabuisiert wie in den fünfziger und in den sechziger Jahren das Bretton-Woods-Abkommen. Der Konflikt muß aber ausgetragen werden, wenn der konjunkturpolitische Immobilismus in der Bundesrepublik Deutschland überwunden werden soll.

II. Folgen der Währungspolitik für die Geschäftspolitik der Banken

1. Devisenhandel und Zahlungsverkehr⁹

Wir leben heute, wie dargelegt, in einer Welt mit konkurrierender Deflationspolitik, was bei relativ festen Wechselkursen bedeutet, daß sich die Devisenreserven in Richtung auf die höchsten Zinssätze bewegen. Das Ergebnis waren zeitweise erhebliche Devisenverluste der Deutschen Bundesbank, vor allem an die USA. Das paradoxe Nebenergebnis dieser Devisenbewegungen ist, daß sie ihrerseits die jeweils betriebene Deflationspolitik in den Empfängerländern tendenziell konterkarieren. Praktisch ist auf diese Weise eine Lage wiederhergestellt worden, wie sie mit umgekehrten Vorzeichen vor dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems bestanden hat. Wurde damals (in der Bundesrepublik) jede Hochzinspolitik als Mittel der Stabilitätspolitik durch Devisenzuflüsse unterlaufen, so wird jetzt bei uns trotz Null-Wachstum eine relative Hochzinspolitik erzwungen, weil eine stärkere relative Zinssenkung durch weitere Devisenabflüsse konterkariert wird.

Von diesen Bedingungen werden auch die kommerziellen Bereiche des finanziellen Sektors der Volkswirtschaft stark betroffen, also die Geschäftsbanken und die sekundären Finanzinstitute. Besonders deutlich sind dabei die Konsequenzen für den internationalen Geld- und Devisenhandel. Kursentwicklung und Richtung vor allem der kürzerfristigen (internationalen) Geldbewegungen sind heute extrem zinsabhängig oder von Zinsänderungserwartungen abhängig, wobei nicht nur die Zinsrelationen innerhalb der Mitgliedländer des EWS, sondern insbe-

⁹ Zu den beiden folgenden Abschnitten vgl. *Gerhard Zweig* und *Wolf-Dieter Becker*, „Geschäftspolitische Folgen des Europäischen Währungssystems für die deutschen Banken“, in: *Die Betriebswirtschaft (DBW)*, 41. Jg. (1981), S. 391 ff.

sondere auch zu Drittländern (insbesondere zu den USA und zu Großbritannien) wichtig sind. Praktisch bedeutet dies, daß sich der Devisen- und Geldhandel ständig wechselnden Daten anpassen muß. Die Änderung der Daten hängt in erster Linie von Erwartungen und von Änderungen der Erwartungen ab und ist kaum kalkulierbar. Und zwar ist das Zinsänderungsrisiko sowohl im EWS als auch gegenüber Drittwährungen beträchtlich gestiegen.

Es bleibt auch zu erwähnen, daß der Kurs einer Währung — unabhängig von den geringen Möglichkeiten für Wechselkursbewegungen innerhalb des EWS — schon in normalen Zeiten von den Devisenhändlern kurzfristig hinauf- oder herunter-„gesprochen“ werden kann. Die Praktiker der Devisenmärkte neigen dazu, aktuelle Tendenzen und Erwartungen auf mittlere Sicht zu extrapolieren¹⁰. Wenn Leistungsbilanzdefizite, Diskussionen über die Höhe der Staatsverschuldung, Inflationserwartungen und politische Schwierigkeiten hinzukommen, findet sich (besonders bei Ausbleiben der Gegenspekulation) eine starke Währung plötzlich an der unteren Abweichungsschwelle des Systems wieder, während an sich schwache Währungen einem unerwünschten Aufwertungsdruck ausgesetzt sind.

Bleibt die Gegenspekulation aus, so kann dieser Zustand ziemlich lange anhalten. Das Paradoxe an einer solchen Situation ist also, daß sie logisch ist. Wenn alle Welt davon redet, daß die DM oder der Franc „schlapp“ geworden sind, dann müssen sie sich am unteren Ende der Bewertungsskala wiederfinden. Dann wird auch der Kurs gegenüber Drittwährungen sinken. Die Behauptung bestätigt sich durch sich selbst.

Solche erwarteten Wechselkursänderungen machen sich dann u. a. in Veränderungen der Terms of Payment bemerkbar. Wenn sich beispielsweise die Auffassung verbreitet, daß der Kursanstieg des Dollars seinen Höhepunkt erreicht hat, dann werden deutsche Importeure bei der Bezahlung von Dollar-Rechnungen die üblichen Zahlungsziele voll ausnutzen. Statistisch bedeutet das vorübergehend eine nicht unerhebliche Verschlechterung der deutschen Auslandsposition und bei den Unternehmen eine Zunahme der Verschuldung. Beides kann u. U. schlecht in die aktuelle geldpolitische Landschaft passen und Anlaß für zusätzliche Restriktionen sein.

¹⁰ Dies ist ein Grund, der das „Überschießen“ von Wechselkursen erklären kann. Vgl. *Jürg Niehans*, „Geldpolitik bei überschießenden Wechselkursen“, *Außenwirtschaft*, Bd. 34 (1979), S. 199 ff.; *G. Cassel*, a.a.O., S. 458.

2. Emissions- und Portfoliopolitik

Ein weiterer Geschäftsbereich, der durch die neue Zinsabhängigkeit von den Auslandsmärkten besonders betroffen wird, ist das Wertpapiergeschäft, insbesondere das Wertpapier-Emissionsgeschäft, aber auch der Handel mit festverzinslichen Wertpapieren. Entsprechendes gilt für das längerfristige Kreditgeschäft. Ähnlich wie im internationalen Geldgeschäft werden unter den gegebenen Bedingungen längerfristige Transaktionen über die Grenzen lukrativ, wenn die (Nominal-)Zinsdifferenzen zwischen zwei Ländern größer sind als das jeweilige Wechselkursänderungsrisiko. Da das Wechselkursrisiko im EWS (jedenfalls auf mittlere Sicht) verhältnismäßig gering erscheint, wird diese Schwelle jeweils bald überschritten. Das gilt für beide Richtungen. Unter der Annahme, daß das Wechselkurssystem nicht zusammenbrechen wird, ist es für (ausländische) Kreditnehmer bei relativ festen Wechselkursen offensichtlich vorteilhaft, sich längerfristig in Ländern mit relativ niedrigem Zinsniveau zu verschulden. Unter den gleichen Voraussetzungen orientieren sich umgekehrt die Käufer von festverzinslichen Wertpapieren in Richtung auf relativ hohe Zinssätze.

Da entsprechende Erwägungen auch bei den mit Leistungsbilanzüberschüssen operierenden OPEC-Ländern angestellt werden, ergeben sich zusätzliche bankgeschäftliche Schwierigkeiten für das Recycling-Problem, d. h. für den marktmäßigen Kapitaltransfer in Länder mit Leistungsbilanzdefiziten. Der marktmäßige Ausgleich ihrer Defizite wird zunehmend schwieriger, weil wegen der Notwendigkeit des Kapitalimports ihr Zinsniveau steigen muß, und dies wiederum zu einer Verstärkung der inländischen Rezession führt, die — bei zunächst vielleicht relativ unelastischer Nachfrage nach Importgütern — das Leistungsbilanzdefizit anfangs möglicherweise sogar noch verschlechtert. Zudem werden wegen der Zinsrisiken vorwiegend aus OPEC-Geldern finanzierte Roll-over-Kredite angeboten, während die Schuldner — größtenteils nicht erster Bonität — eigentlich mehr langfristige Kredite benötigen. Die Zinskosten für solche Kredite sind von 1972 bis 1981 von 7,9 % auf 18 % gestiegen¹¹. Die Länderrisiken der Banken nehmen schnell zu. Am Ende verlieren diese Länder ihre internationale Kreditwürdigkeit, wie das bei vielen Entwicklungs- und Staatshandelsländern heute schon der Fall ist. Vorschläge, die internationalen Finanzmedien (wie z. B. den Internationalen Währungsfonds und andere) stärker in den Recycling-Prozeß einzuschalten, sind der Versuch, das beträchtlich

¹¹ OECD, „External Debt of Developing Countries“, Paris October 1981.

gestiegene Länderrisiko der Geschäftsbanken auf die Schultern des internationalen Steuerzahlers zu verlagern.

Die Rückwirkungen der geschilderten währungspolitisch bedingten Zinsbewegungen und Erwartungen auf die deutschen Kapitalmärkte sind empirisch nachweisbar. Die Geldkapitalbildung war in den vergangenen Jahren immer dann hoch, wenn Zinssenkungen erwartet wurden, und rückläufig, wenn sich das Zinsniveau wieder zu erhöhen anschickte. Vor allem der deutsche Rentenmarkt bot zwischen dem Herbst 1979 bis weit in das Jahr 1981 hinein ein getreues Spiegelbild der amerikanischen Zinsbewegungen. Der Rentenmarkt war immer dann „ergiebig“, wenn Zinssenkungstendenzen in den USA entsprechende Zinsbewegungen in der Bundesrepublik erwarten ließen. Umgekehrt kam es in Deutschland zeitweilig zu einem drastischen Kursverfall festverzinslicher Wertpapiere bei minimalen Umsätzen, wenn die Prime-Rates in den USA erhöht wurden. In solchen Phasen nahm nicht nur der Verkaufsdruck durch ausländische Anleger zu, vielmehr stiegen auch deutsche Anleger in ausländische Wertpapiere um. Dies diente dann zusätzlich als Argument für die Erhaltung eines relativ hohen Zinsniveaus in der Bundesrepublik. Während der Absatz von festverzinslichen Wertpapieren im Frühjahr 1980 Rekordhöhen erreichte, fiel er im Herbst unter dem Eindruck eines wieder aufwärts gerichteten Zinstitrends auf Werte zurück, die nahe bei Null lagen. Für die monetäre Entwicklung bedeutete dies übrigens, daß sich das Wachstum der Geldmenge (M3) im Frühjahr 1980 zunächst spürbar abschwächte und im Herbst wieder kräftig beschleunigte. Hiervon gingen irritierende Signale für die Einschätzung der längerfristigen monetären Gesamtlage aus.

Das Ergebnis einer solchen Zins- und Wechselkurskonstellation ist also, daß Länder mit vergleichbar niedrigem Zinsniveau (das in der Regel einem relativ geringen Inflationsgrad entspricht) in doppelter Hinsicht zu Kapitalexportländern werden: Als bevorzugte Gläubigerländer für ausländische Kreditnehmer und durch die Tendenz inländischer Anleger, bei ihren Wertpapierkäufen in Länder mit einer relativ höheren Nominalverzinsung auszuweichen. Eben dieser Situation stehen die deutschen Banken wegen der formalen Wechselkursgarantie des EWS gegenüber. Sie wird noch durch die Tatsache verschärft, daß der gleiche Prozeß auch gegenüber Drittländern ausgelöst wird, wenn diese — wie die USA und Großbritannien — ebenfalls ihre Inflations-tendenzen durch eine forcierte Hochzinspolitik bekämpfen.

Die Renditeschwankungen auf dem deutschen Rentenmarkt und die relativ hohe Lage des Zinsniveaus begünstigen ferner auch noch ein anderes spekulatives Moment. Es handelt sich um den Anreiz zu kurzfristigen ad-hoc-Entscheidungen, so daß die langfristige Emissions- und Anlagestrategie der Banken und Finanzinstitute in den Hintergrund tritt. In der Statistik zeigt sich dies in dem immer stärker werdenden Trend zu Kurzläufem unter den Emissionen. Im ersten Quartal 1978 belief sich der Anteil von Wertpapieren mit einer Laufzeit bis zu vier Jahren am gesamten Brutto-Absatz von festverzinslichen Wertpapieren auf rund 16,5 %; im ersten Quartal 1981 waren es knapp 46,8 %.

In den ersten vier Monaten 1981 hatten mit stark steigender Tendenz rund 30 % der abgesetzten Emissionen eine Ursprungslaufzeit bis einschließlich einem Jahr und nur elf Prozent eine von 10 bis 15 Jahren. 1978 waren es im Jahresschnitt zwei Prozent mit Laufzeiten bis zu einem Jahr und 27 % mit solchen von 10 bis 15 Jahren. Häufig handelte es sich bei der Anlage in Kurzläufem um Portfolioumschichtungen zu Lasten von Sparkonten. Die Bundesbank macht hierzu geltend, daß mit solchen kurzlaufenden Rentenwerten, sofern sie an Nichtbanken verkauft werden, die Mindestreservepflicht vermieden und damit die Geldpolitik erschwert wird. Die geldpolitischen Instrumente müssen sich dann um so stärker auf andere Geldanlageformen konzentrieren. Gleichzeitig wird auch die geldpolitische Zwischenzielvariable, die „Zentralbankgeldmenge“ in der Definition der Bundesbank, durch die Vermeidung der Mindestreservepflicht verzerrt. Auch dadurch ergeben sich falsche Signale für die Geldpolitik.

Hier staut sich im übrigen ein problematischer Bedarf an Umschuldungsaktionen auf, der schon bald akut wird. Ohne negative Auswirkungen können sie nur bewältigt werden, wenn die durch Tilgungen freiwerdenden Beträge wiederum dem inländischen Rentenmarkt zur Verfügung stehen, und dies möglichst zu unveränderten Konditionen. Selbst wenn sich der zinsinduzierte Kapitalexport in Grenzen hält, ist nicht sicher, ob in jedem Fall solche Mittel zur Anschlußfinanzierung bereitstehen. Wegen des gestiegenen Zinsbewußtseins und der veränderten Erwartungshaltung bei den Anlegern war dies schon 1980 nicht immer der Fall. Das Kapitel wurde und wird immer häufiger in den unsicheren Phasen der Zinsentwicklung auf Termingeldkonten geparkt. In Zinssteigerungsphasen wird auf diese Weise Kapital vom Rentenmarkt ferngehalten, wodurch bei gleichbleibender Kapitalnachfrage die Rendite nach oben getrieben wird. Ist die Wende in der Zinsentwicklung

erreicht, finden in großem Umfang Umschichtungen der Geldbestände in Wertpapiere statt; eine Bewegung, die ihrerseits den Druck auf die Zinsen verstärkt.

Das bedeutet wiederum sowohl für Emittenten als auch für Anleger, aber auch für die Kreditnehmer ein beträchtlich gestiegenes Zinsänderungsrisiko. Für seine Höhe sind die jeweils gegebene Zinsstruktur und die ursprünglich vorgesehene Fristentransformation maßgeblich.

3. Substitution des Wechselkursrisikos durch das Zinsrisiko

Abschließend ist nochmals zu betonen, daß die dargestellten Zusammenhänge mittelbar oder unmittelbar Auswirkungen des EWS sind. Denn die beschriebenen Transaktionen wurden nur deshalb zu einer währungspolitischen und geschäftspolitischen Gefahr, weil sie bei vergleichsweise niedrigem Zinsniveau (das gleichwohl unter dem inländischen Beschäftigungsaspekt zu hoch ist) Interventionen der Bundesbank zur Verteidigung des DM-Kurses innerhalb des durch relativ starre Leitkurse gekennzeichneten EWS auslösten und somit zu Devisenverlusten führten. Allerdings sind nur etwa 30 % der 1980 erforderlichen Devisenabgaben in Höhe von rund 29 Mrd. DM unmittelbar auf Interventionen in EWS-Währungen zurückzuführen. Mittelbar sind jedoch auch DM-Stütungen auf dem Dollarmarkt, wie oben dargelegt, zumindest zum großen Teil Folge des relativ starren Wechselkurssystems des EWS. Es ist hinzuzufügen, daß ähnliche Argumente generell für alle Fälle gelten, in denen mit Devisenmarktinterventionen ein irgendwie vorgestellter Wechselkurs gehalten werden soll.

Wie eingangs unterstrichen, sind in einer Umwelt variabler Preisniveaus und konvertibler Währungen Anpassungsrisiken unausweichlich. Sie können durch institutionelle Vorkehrungen nicht zum Verschwinden gebracht werden; aber sie können ihre Erscheinungsform ändern. Bei „unabhängig“ fluktuierenden Wechselkursen tendiert der Wechselkurs einer Währung im Verhältnis zu einer korrespondierenden Währung dazu, alle Unterschiede in den Rahmenbedingungen der beiden Volkswirtschaften zum Ausdruck zu bringen. Die Unterschiede, zu denen auch Zinsunterschiede und -erwartungen gehören, werden gewissermaßen durch die Bemessung des Wechselkurses kompensiert mit der Folge, daß die Zahlungsbilanzen in laufender Rechnung zum Ausgleich tendieren¹². Werden dagegen die Wechselkurse durch administrative

¹² Zum „Überschießen“ der Wechselkurse siehe Fußnote 10.

Maßnahmen an der Ausübung ihrer Kompensationsfunktion gehindert, dann wird dadurch das immanente Anpassungsrisiko nicht etwa zum Verschwinden gebracht, sondern lediglich transformiert. Von den beiden bei Finanzierungstransaktionen in Frage kommenden Preisen: Wechselkurs und Zins, ist, wie dargelegt, der Wechselkursmechanismus derzeit teilweise denaturiert. Folglich konzentriert sich der Anpassungsdruck zwangsläufig auf den Nominalzins und bewirkt dort heftige Bewegungen. Für die Finanzinstitute bedeutet dies, daß insoweit das Wechselkursrisiko durch ein Zinsänderungsrisiko ersetzt wurde.

In dem Ausmaß, wie der Wechselkurs seine Kompensationsfunktion nicht erfüllt, sind andererseits kurzfristig Zinsniveaudifferenzen zum Ausland möglich. Wie ferner dargelegt, sind die formalen Wechselkursänderungsmöglichkeiten im EWS eingeschränkt, und demzufolge sind solche Zinsdifferenzen mit einer prinzipiell nach oben offenen Skala leicht praktikabel, solange beim Defizitland genügend Devisenreserven zur Verfügung stehen. Eine solche Taktik hatte die Deutsche Bundesbank eine Zeitlang verfolgt. Die institutionelle Regelung des EWS hat die gegenwärtige konkurrierende Hochzinspolitik überhaupt erst möglich gemacht. Hierdurch hat sich aber die Gesamtrisikolage der deutschen Banken gegenüber den siebziger Jahren deutlich verschlechtert, da das Wechselkursänderungsrisiko seit 1974 durch aufsichtsbehördliche Regelungen quantitativ begrenzt ist. Der damals vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen aufgrund § 10 des Kreditwesengesetzes bekanntgegebene „Grundsatz I a“ begrenzt die Differenz zwischen Aktiv- und Passiv-Devisenpositionen beim täglichen Geschäftsschluß auf 30 % des haftenden Eigenkapitals¹³.

Das quantitativ ohnehin beschränkte Wechselkursänderungsrisiko ist also weitgehend durch ein Zinsänderungsrisiko substituiert worden, das sich auf alle Bestände erstreckt, so daß das Gesamtrisiko der Banken stark gestiegen ist. Welches Ausmaß dieses Zinsrisiko inzwischen bei den Geschäftsbanken erreicht hat, zeigen die Gewinn- und Verlustrechnungen für das Jahr 1980, bei denen es oft nur unter Auskehrung der stillen und/oder offenen Reserven möglich war, wenigstens ein Null-Ergebnis auszuweisen. In der Öffentlichkeit wird kaum gesehen, daß dies als eine Sekundärfolge der aktuellen Währungspolitik bezeichnet werden kann.

¹³ Die Eingrenzung der offenen Devisen-Positionen war eine Konsequenz aus dem Fallissement des Kölner Privat-Bankhauses *Herstatt*.

Zusammenfassung

Einige Auswirkungen der Währungspolitik auf den finanziellen Sektor

Im ersten Abschnitt des Aufsatzes werden monetäre Auswirkungen geltender währungspolitischer Regelungen behandelt, die aus der monetären Theorie der Zahlungsbilanz und aus der Kaufkraftparitäten-Theorie abzuleiten sind. Der Verfasser kommt dabei zu dem Ergebnis, daß die Kaufkraftparitäten-Theorie im Verhältnis der europäischen Währungen zum Dollar nicht zum Zuge kommen kann, weil die Wechselkursbewegungen nicht „unabhängig“ (G. Cassel) sind. Von einem Versagen des Theorems kann nicht gesprochen werden, weil die Voraussetzungen für sein Funktionieren fehlen. Es gilt also generell der monetäre Ansatz der Zahlungsbilanz-Theorie und damit besteht ein direkter (internationaler) Zinszusammenhang. Länder mit vergleichbar niedrigem Zinsniveau (und einer relativ geringen Inflation) werden in doppelter Hinsicht zu Kapitalexportländern: Als bevorzugte Gläubigerländer für ausländische Kreditnehmer und durch das Bestreben inländischer Anleger, in Länder mit einer relativ höheren Nominalverzinsung auszuweichen. Konkrete Auswirkungen dieses Umstandes auf die Geschäftspolitik der Banken werden im zweiten Abschnitt des Aufsatzes untersucht. Dabei werden insbesondere geschäftspolitische Konsequenzen analysiert, die sich eben aus der Substitution des Wechselkursrisikos durch das Zinsänderungsrisiko ergeben.

Summary

Some Effects of Monetary Policy on the Financial Sector

The first part of the paper deals with monetary effects of current monetary policy arrangements which can be derived from the monetary theory of the balance of payments and purchasing power parity theory. The author reaches the conclusion that the theory of purchasing power parity cannot be applied to the relationship of European currencies to the dollar, because the exchange rate movements are not “independent” (G. Cassel). There can be no question of a failure of the theorem because the prerequisites for its functioning are lacking. In general, therefore, the monetary approach of balance-of-payments theory is applicable and thus there is a direct (international) interrelationship of interest rates. Countries with a relatively low interest rate (and relatively little inflation) become capital-exporting countries in two senses: As preferred lender countries for foreign borrowers, and in consequence of the tendency of domestic investors to switch to countries with a relatively higher nominal interest level. Concrete effects of this circumstance on the business policy of the banks are examined in the second part of the paper. In particular, an analysis is undertaken of business policy consequences arising from substitution of the risk of interest rate changes for the exchange rate risk.

Résumé

Quelques incidences de la politique monétaire sur le secteur financier

La première partie de l'article traite des répercussions monétaires des dispositions en vigueur de la politique monétaire, qui dérivent de la théorie monétaire de la balance des paiements et de la théorie des parités de pouvoir d'achat. L'auteur aboutit à la conclusion que la théorie des parités du pouvoir d'achat n'a aucune chance de se vérifier dans la relation des monnaies européennes à l'égard du dollar, parce que les variations de taux de change ne sont pas "intépendantes" (*G. Cassel*). On ne peut parler de défaillance du théorème puisque les conditions de son fonctionnement font défaut. L'on applique donc généralement l'hypothèse monétaire de la théorie des balances de paiements, ce qui implique une corrélation directe (internationale) avec les taux d'intérêt. Les pays à niveau de taux d'intérêt comparativement peu élevé (et à inflation relativement réduite) deviennent exportateurs de capitaux, à un double égard: comme créanciers privilégiés pour les emprunteurs étranger et par la recherche des investisseurs domestiques de placements à l'étranger à rémunération nominale relativement élevée. Les incidences concrètes de cette circonstance sur la politique commerciale des banques sont examinées dans la seconde partie de l'article. L'on y analyse en particulier les conséquences sur la politique commerciale de la substitution au risque de change du risque de variations de taux d'intérêt.