

Die Devisenpolitik der Deutschen Bundesbank*

Interventionen am DM-\$-Markt und im Europäischen Währungssystem sowie geldmarktorientierte Devisentransaktionen

Von Leonhard Gleske**, Frankfurt a. M.

Auf den Devisenkurs wirken viele Kräfte ein. Von nahezu sämtlichen Maßnahmen der Wirtschafts- und Währungspolitik gehen direkte und indirekte Einflüsse auf die Bewertung der D-Mark an den Devisenmärkten aus. In diesem Sinne könnte man die Devisenpolitik der Bundesbank sehr weit interpretieren. Hier soll jedoch nur auf diejenigen Maßnahmen der Bundesbank eingegangen werden, bei denen die Wirkung auf den Wechselkurs evident und gewollt ist. Hierzu kann zwar auch die Liquiditäts- und Zinspolitik gehören, ich will mich aber auf die direkt am Devisenmarkt einwirkenden Maßnahmen der Bundesbank konzentrieren, nämlich auf die Interventionspolitik, also die unmittelbare Mitwirkung der Bundesbank am Devisenhandel durch Kauf und Verkauf fremder Währungen.

Nach Zielsetzung und Methoden unterscheidet sich die Interventionspolitik der Bundesbank von ihren an Geldmarktzielen orientierten Devisentransaktionen. Während Interventionen wechselkursorientiert sind und devisenpolitischen Zielen folgen, sind Devisenswap- und Devisenpensionsgeschäfte ausschließlich geldmarktorientiert, d. h. von ihnen gehen, wie auch von anderen liquiditätswirksamen Geschäften, Rückwirkungen auf Devisenmarkt und Devisenkurse nur insoweit aus, als sie zu Änderungen in den Zinsrelationen zwischen der D-Mark und ausländischen Währungen, hier insbesondere dem Dollar, führen. Diese Transaktionen haben sich seit etwa drei Jahren zu einem wirksamen Instrument der liquiditätspolitischen Feinsteuerung entwickelt; ihre Technik und Wirkungsweise mag daher von Interesse sein.

* Leicht gekürzte Fassung eines am 3. Februar 1981 an der Universität Stuttgart-Hohenheim gehaltenen Vortrages.

** Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank.

I. Die Interventionspolitik der Deutschen Bundesbank

1. Rahmenbedingungen des gegenwärtigen Wechselkursystems

Die Devisenpolitik der Bundesbank folgt den Grundsätzen, wie sie in international vereinbarten Richtlinien und Absprachen über die Wechselkurspolitik festgelegt sind. Zudem ist die Interventionspolitik eingebettet in die jeweilige außenwirtschaftliche und binnenwirtschaftliche Situation unseres Landes. Sie hat insbesondere auch den geldpolitischen Kurs der Bundesbank in das Kalkül einzubeziehen. Zunächst sollen nun die institutionellen Rahmenbedingungen des herrschenden Wechselkurssystems kurz skizziert werden.

Das gegenwärtige Wechselkursregime weist einen hohen Grad von Flexibilität auf. Das gilt in erster Linie im Verhältnis zum US-Dollar, der nach wie vor wichtigsten Reserve- und Transaktionswährung der westlichen Welt. Seitdem die Bundesbank im Frühjahr 1973 von der Interventionspflicht gegenüber dem US-Dollar entbunden wurde, floatet die D-Mark gegenüber dieser Währung, daneben aber auch gegenüber so wichtigen Währungen wie dem britischen Pfund, dem japanischen Yen, dem Schweizer Franken, dem kanadischen Dollar wie gegenüber einer Reihe anderer Währungen. Gegenüber diesen Währungen bestehen also keine bestimmten Kurslimite. Es ist in das währungspolitische Ermessen der Bundesbank gestellt, ob und in welchem Umfang sie am Markte interveniert, um die Devisenkurse zu beeinflussen. Sie beschränkt sich, wenn man von Interventionen im Europäischen Währungssystem absieht, auf den Dollar als wichtigster Interventionswährung in der Welt. Über die sogenannten Cross-Rates sind damit auch die Kursrelationen zu allen anderen Währungen bestimmt.

Die Aufgabe der Interventionspflicht gegenüber dem Dollar und der Übergang zu einem weitgehenden Floating war das Ende des Bretton-Woods-Systems. Dieses System grundsätzlich fester, wenn auch anpassungsfähiger Wechselkurse hatte in der Nachkriegszeit zunächst sehr zufriedenstellend funktioniert und wesentlich dazu beigetragen, die internationale Arbeitsteilung zu fördern und die wichtigsten Währungen konvertibel zu machen. Die zu Beginn der siebziger Jahre zunehmenden Inflationsdifferenzen zwischen den Industrieländern ließen dann aber das Bretton-Woods-System angesichts mangelnder Flexibilität im Frühjahr 1973 unter erheblichen Konvulsionen zusammenbrechen.

Allerdings folgten dem Fixkurssystem nicht flexible Wechselkurse in Reinkultur. Neben dem bereits erwähnten Floating gegenüber dem US-Dollar und anderen Währungen fand sich eine Reihe europäischer

Länder zu einem Wechselkursverbund zusammen, in dem die Kursbewegungen der daran beteiligten Währungen untereinander begrenzt blieben. Der nach der Zahl seiner Mitglieder starken Veränderungen unterworfenen europäischen Währungsverbund (die sogenannte Schlange) wurde im Frühjahr 1979 von dem Europäischen Währungssystem (EWS) abgelöst. Ihm gehören alle 10 EG-Staaten an; am Wechselkursverbund nehmen aber Großbritannien und Griechenland noch nicht teil. Kern des Europäischen Währungssystems ist dieser Wechselkursverbund, der nur Schwankungen innerhalb eines Bandes von $2\frac{1}{4}\%$ Breite zuläßt; im Falle Italiens ist die Breite des Bandes noch 6% . Um die damit vorgegebenen Schwankungsmargen einzuhalten, sind die teilnehmenden Zentralbanken verpflichtet, an den festgelegten bilateralen Interventionspunkten unbeschränkt in Partnerwährungen zu intervenieren. Zwar sind im EWS Leitkursänderungen ausdrücklich vorgesehen und bereits einige Male vorgenommen worden, aber dieses neue System, das der Stabilisierung der Währungsbeziehungen zwischen den EGLändern dienen soll, ist im Prinzip ein regionales Festkurssystem.

Zusammen mit der Flexibilität und Interventionsfreiheit gegenüber dem US-Dollar sowie dem Pfund Sterling, dem Yen, dem Schweizer Franken und anderen Währungen läßt sich das gesamte gegenwärtige Wechselkurssystem wohl am besten als „managed floating“ oder als System gesteuerter Flexibilität charakterisieren.

Die Grundsätze über die Orientierung der Devisenkurspolitik finden sich im IWF-Übereinkommen, das nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems — der faktischen Entwicklung folgend — entsprechend modifiziert wurde. Danach werden den IWF-Mitgliedsländern beträchtliche Freiheiten bei der Wahl ihrer Wechselkursregelungen zugestanden. Sie können frei floaten, sich aber auch, wie im Europäischen Wechselkurssystem, zu einem regionalen Wechselkursverbund zusammenschließen, oder auch die Entwicklung ihrer Währung an andere Währungen oder an einen Korb von Währungen binden. Gemäß Artikel IV des IWF-Übereinkommens verpflichten sich die Mitgliedsländer „zur Zusammenarbeit mit dem Fonds und anderen Mitgliedern, um geordnete Wechselkursregelungen zu gewährleisten und ein stabiles Wechselkurssystem zu fördern“. Weiter heißt es im gleichen Artikel, daß „insbesondere jedes Mitglied vermeiden soll, die Wechselkurse oder das internationale Währungssystem zu manipulieren, um eine wirksame Zahlungsbilanzanpassung zu verhindern oder einen unfairen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Mitgliedern zu erlangen...“.

Die Wechselkurspolitik der IWF-Mitglieder unterliegt überdies einer strikten Überwachung durch den Fonds. In diesem Zusammenhang hat der Fonds unter anderem den Grundsatz aufgestellt, daß „jedes Mitglied auf dem Devisenmarkt dann intervenieren (soll), wenn dies nötig ist, um ungeordneten Verhältnissen entgegenzuwirken, die unter anderem durch störende kurzfristige Bewegungen des Außenwerts seiner Währung gekennzeichnet sein können“. Dies ist eine Grundregel, die die führenden westlichen Industrieländer bereits im Rahmen der Rambouillet-Absprachen im November 1975 vereinbart hatten.

Von den internationalen Verpflichtungen wie den institutionellen Einbindungen her ist die Bundesbank in ihrer Interventionspolitik zwar in erheblichem Maße, aber nicht gänzlich frei, insbesondere ist sie es nicht im Europäischen Währungssystem.

2. Bestimmungsfaktoren für Wechselkursbewegungen und Wirkungen von Interventionen am Devisenmarkt

Zu den wesentlichen ökonomischen Bestimmungsfaktoren der Wechselkursentwicklung gehört nach landläufiger Meinung das Inflationsgefälle zwischen In- und Ausland; diese Meinung folgt also weitgehend dem Konzept der Kaufkraftparitätentheorie. Dazu sei dreierlei angemerkt:

- erstens wirkt sich das Inflationsdifferential auf den Wechselkurs nur auf längere Sicht aus,
- zweitens kann die Kaufkraftparitätentheorie kaum etwas leisten, um die Wirkung externer Schocks (wie etwa der zweimaligen Ölpreisschübe) auf die Wechselkurse zu erklären, und
- drittens kommen in diesem sehr einfachen Konzept keine Kreditbeziehungen und damit Kapitalbewegungen vor.

Unter den heutigen Bedingungen einer finanziell stark integrierten Weltwirtschaft mit hoch entwickelten Kreditmärkten sind aber internationale Kapitalbewegungen für die Wechselkursentwicklung mindestens ebenso relevant — wenn nicht zeitweise sogar noch wichtiger — als die Leistungsströme. Damit gehen von geldpolitischen Kursänderungen wichtiger Länder über die Verschiebung der Zinsdifferenziale erhebliche Wirkungen auf den Wechselkurs aus. Bereits die Erwartungen solcher Veränderungen machen sich häufig im aktuellen Kurs bemerkbar, wie überhaupt Erwartungen bei der Kursbildung eine wich-

tige Rolle spielen. Zu den Einflüssen aus der geldpolitischen Sphäre kommen aber vielfach auch solche politisch-psychologischer Natur; auch die Einschätzungen der gesamtwirtschaftlichen Lage durch die Devisenmarktteilnehmer sowie der Aussichten eines Landes, mit bestimmten ökonomischen Problemen fertig zu werden, fließen in die Bewertung seiner Währung mit ein. Die längerfristige Grundtendenz der Wechselkursentwicklung wird also heutzutage von mehr Faktoren als nur den Kaufkraftrelationen bestimmt. Diese anderen Faktoren wie Zinsdifferentiale, Zahlungsbilanzsituation und politische Großwetterlage können hinsichtlich der Kursbildung von ebenso fundamentalem Charakter sein wie die Inflationsunterschiede.

Über eine auf diese Weise wirksame Grundtendenz hinaus sind außerdem häufig Übertreibungen der Wechselkursschwankungen zu beobachten. Es gehört zu den besonderen Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen, daß Aufwertungs- wie Abwertungstendenzen sich selbst zu verstärken neigen und Wechselkursbewegungen daher oft weiter gehen, als dies für die Herstellung eines außenwirtschaftlichen Gleichgewichts erforderlich erscheint. Zu den Faktoren, die zu solchen vom langfristigen Gleichgewichtspfad abweichenden Wechselkursbewegungen führen, gehören einmal konjunkturelle Phasenverschiebungen zwischen der eigenen Volkswirtschaft und den wichtigsten Handelspartnern und zum anderen „terms of trade“-Effekte auf den Außenhandel, also die bekannte Erscheinung, daß wechselkursbedingte Verschiebungen der Preisrelationen im Außenhandel in ihrer Wirkung auf die Handelsbilanz zunächst die Mengenreaktionen bei der Ausfuhr und Einfuhr überlagern.

Ein „overshooting“ oder „undershooting“ der Wechselkurse bedeutet eine Verstärkung der Kursfluktuationen, die zu Irritationen der Marktteilnehmer, aber auch zu unerwünschten realen Effekten für die Volkswirtschaft führen können. So kann beispielsweise die überzogene Abwertungstendenz einer Währung erhöhten Inflationsimport zur Folge haben. Umgekehrt wird durch eine übersteigerte Aufwertung die internationale Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt.

Solche überschießenden Bewegungen der Wechselkurse versuchen die Zentralbanken mit Interventionen am Devisenmarkt zumindest einzudämmen. Der Wechselkurs wird insoweit also nicht allein den Marktkräften überlassen, also der Angebots-Nachfrage-Konstellation, die sich ohne Mitwirkung der Zentralbank ergäbe. Vielmehr tritt die Notenbank mit einem zusätzlichen Devisen-Angebot oder einer zusätzlichen

Devisen-Nachfrage auf den Plan und strebt so einen Marktausgleich zu einem von ihr tendenziell gewünschten Kurs an. Dabei sind die Erfolgchancen von Zentralbank-Interventionen für sich betrachtet gar nicht einmal schlecht einzustufen, denn häufig ist die Notenbank einer der potentesten Teilnehmer am Devisenmarkt. Gilt es nämlich, Devisen gegen Landeswährung zu kaufen, dann gibt es insoweit keine Ankaufsgrenze für die Notenbank, als sie Gutschriften in ihrer eigenen Emissionswährung erteilt. Umgekehrt ist die Zentralbank vielfach auch der größte Halter liquider Devisenbestände in der Volkswirtschaft und kann daher am Markt für ein erhebliches Devisenangebot sorgen.

Allerdings steht — wie schon angedeutet — der Devisenseite immer ein An- oder Verkauf von Inlandswährung gegenüber, d. h. von den Devisentransaktionen der Zentralbank gehen Liquiditätswirkungen auf das eigene Bankensystem aus. Da die Notenbank aber von ihrer Aufgabe her in erster Linie geldpolitische Instanz ist, müssen die Wirkungen der Interventionen auf die Geldpolitik voll berücksichtigt werden. Von daher erfährt die Interventionstätigkeit also eine geldpolitische Limitierung. Zwar lassen sich die von den Deviseninterventionen ausgehenden Liquiditätswirkungen durch entgegengerichtete andere Liquiditätsmaßnahmen — etwa im Bereich der Offenmarkt- oder Mindestreservepolitik — neutralisieren. Es fragt sich jedoch, ob mit dem „Zurückdrehen“ der Liquiditätswirkungen nicht auch die Wechselkurswirkungen der Interventionen tendenziell wieder vermindert werden. Jedenfalls gibt es wissenschaftliche Untersuchungen, die den Devisenmarktinterventionen nur dann dauerhafte Wechselkurswirkungen zusprechen, wenn die von ihnen ausgehenden Liquiditätseffekte nicht kompensiert werden. So gesehen werden die Wechselkurswirkungen der Interventionen also letztlich von den geldpolitischen Effekten abgeleitet.

Ich möchte mich in diesem Zusammenhang eines eigenen Urteils enthalten, denn mir scheint die Diskussion über Wirkungen und Nutzen von Interventionen am Devisenmarkt in der Wissenschaft noch nicht abgeschlossen zu sein. Die Bundesbank orientiert ihre Interventionspolitik ohnehin weitgehend an pragmatischen Erfordernissen; Devisenmarkt, Geldpolitik, Binnenkonjunktur und Zahlungsbilanz muß sie dabei gleichermaßen im Auge behalten.

Im übrigen wird das Verhalten der Marktteilnehmer durch vielfältige Kräfte und Überlegungen bestimmt, die sich der wissenschaftlichen Erfassung nicht immer erschließen. Auf sie angemessen zu reagieren,

setzt nicht nur eine genaue Kenntnis des Marktes und der auf ihn wirkenden Kräfte voraus, sondern auch ein nur durch langjährige Erfahrungen gewonnenes Einfühlungsvermögen. In einer bestimmten Situation mögen bereits geringe Interventionsbeträge genügen, eine unerwünschte Kursentwicklung zu bremsen oder gar umzukehren. In einer anderen Situation können selbst hohe Interventionsbeträge das Gegenteil bewirken, wenn nämlich die Marktteilnehmer von der Stärke eines Grundtrends überzeugt sind und Interventionen der Notenbank sich als willkommener Anlaß darstellen, ohne großes Risiko von einer in die andere Währung zu wechseln. In einer solchen Situation mag es dann durchaus angebracht sein, den Markt sich selbst zu überlassen und darauf zu vertrauen, daß ein wachsendes Wechselkurs-Risiko eine Selbst-Korrektur auslöst, freilich um den Preis erheblicher, den internationalen Handel mit hohen Kurssicherungskosten belastender Fluktuationen.

3. Interventionen der Bundesbank am Devisenmarkt

Vor einer näheren Betrachtung der Devisenpolitik der Bundesbank zunächst einige generelle Bemerkungen zur Technik des Devisenhandels. Die Bundesbank handelt in der Regel nur mit deutschen Kreditinstituten (einschl. der hier ansässigen Niederlassungen ausländischer Banken); gelegentlich werden auch Devisenmakler eingeschaltet. Die Bundesbank ist vorbörslich und nachbörslich im Telefonverkehr im Markt, d. h. vor und nach der um 13.00 Uhr an der Frankfurter Devisenbörse beginnenden amtlichen Festsetzung der Wechselkurse, dem sog. „Fixing“, an dem ebenfalls ein Vertreter der Bundesbank teilnimmt. Die Devisengeschäfte werden üblicherweise mit zweitägiger Valutierung abgeschlossen, d. h. bei einem Dollarankauf der Bundesbank hat das Kreditinstitut am zweiten auf den Abschlußtag folgenden Werktag die Dollar zu liefern gegen gleichzeitige Gutschrift des DM-Gegenwertes; nach gegenseitiger Absprache sind aber auch eintägig oder sogar gleichzeitig valutierte Geschäfte möglich.

— Interventionen am DM- $\text{\$}$ -Markt

Interventionen werden von der Bundesbank grundsätzlich nur am DM- $\text{\$}$ -Markt und im Rahmen des EWS getätigt. Wie bereits erwähnt, ist die Bundesbank im gegenwärtigen Wechselkurssystem gegenüber dem Dollar prinzipiell frei, ob sie am Kassamarkt interveniert oder nicht; sie ist also nicht verpflichtet, bestimmte Limit-

kurse einzuhalten, wie dies früher der Fall war. Interventionen am DM-\$-Markt sind vielmehr in das Ermessen der Bundesbank gestellt, und sie greift insbesondere dann ein, wenn die Kursfluktuationen übermäßig groß sind, bzw. einen gewissen erratischen Charakter anzunehmen scheinen. Die Interventionen am DM-\$-Markt sind also in erster Linie auf die Glättung von Kursschwankungen gerichtet.

In einer konkreten Situation ist es allerdings schwierig, nach erratischen und anderen Kursbewegungen zu unterscheiden, und häufig ist erst im nachhinein mit einiger Sicherheit zu erkennen, ob es sich um übertreibende Bewegungen gehandelt hat. Wer die Dollarkursentwicklung in der letzten Zeit verfolgt hat, wird feststellen, daß die kurzfristigen Ausschläge der Devisenkurse, verglichen mit früheren Jahren, erheblich stärker geworden sind. Diese außerordentlich starken Kursausschläge spiegeln teils das kurzfristige Auf und Ab der Dollarzinsen wider, teils aber auch außerökonomische Einflüsse. Es wäre in der Tat wenig erfolgversprechend, wollte die Bundesbank diesen Bewegungen mit massiven Interventionen entgegenwirken, zumal sich die amerikanischen Währungsbehörden in letzter Zeit aus dem Interventionsgeschäft stark zurückgezogen haben.

Außer am Kassamarkt interveniert die Bundesbank gelegentlich auch am Terminmarkt. So hat sie in den beiden vorhergehenden Jahren in nicht unerheblichem Umfang outright Dollar per Termin verkauft mit dem Ziel, die D-Mark zu stützen. Outright heißt, daß anders als bei einem Swapgeschäft mit dem Termingeschäft kein Kassageschäft gekoppelt ist. Termin-Interventionen werden dann bevorzugt, wenn es darum geht, die Reserve- und Liquiditätswirkung einer Intervention in die Zukunft zu verschieben, aber gleichwohl eine Wirkung auf den Kassakurs zu erzielen. Allerdings tritt diese Wirkung auf den Kassakurs nur ein, wenn die Partnerbank des Termingeschäftes ihr Währungsrisiko aus dem Termingeschäft mit der Bundesbank durch ein gleich großes Deckungsgeschäft per Kasse ausgleicht. In aller Regel ist dies aber der Fall, da jede Bank ihr Risiko aus offenen Devisenpositionen gering zu halten bestrebt ist und in unserem Lande auch entsprechende Grundsätze des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen beachten muß. Im Falle von Dollarterminverkäufen an ein Kreditinstitut heißt dies, daß dieses Kreditinstitut im Gegenzug zur Deckung der offenen Devisenterminposition einen Dollarkredit aufnimmt und diese Dollar per

Kasse verkauft, was ebenso wie eine Kassa-Intervention der Bundesbank wirkt.

— Interventionen im Europäischen Währungssystem

Anders als am DM- $\text{\$}$ -Markt bestehen im Wechselkursverbund des Europäischen Währungssystems unbeschränkte Interventionsverpflichtungen bei Erreichen bilateraler Interventionspunkte. Dadurch wird sichergestellt, daß die am Wechselkursverbund beteiligten Währungen — es sind dies alle EG-Währungen außer dem Pfund Sterling und der griechischen Drachme — jederzeit nicht mehr als 2 1/4 % voneinander abweichen; im Falle der italienischen Lira beträgt die Bandbreite 6 %. Intervenierte wird grundsätzlich in Mitgliedswährungen, also nicht in Dollar, und zwar muß jeweils dort interveniert werden, wo die Limitkurse erreicht sind.

Außer obligatorischen sind auch sogenannte intramarginale Interventionen möglich. Sie werden vor Erreichen der Limitkurve vorgenommen und erfordern das Einverständnis der Partnerzentralbanken. Intramarginale Interventionen können einmal dazu dienen, die Kursbewegungen innerhalb der Bandbreite so abzufedern, daß die Limitkurse möglichst nicht erreicht werden. Das Erreichen der Interventionspunkte hat nämlich immer einen gewissen Signalcharakter. Zum anderen können durch intramarginale Interventionen Partnerwährungen erworben werden, um damit Schuldsalden aus vorhergegangenen obligatorischen Interventionen zu begleichen. Schließlich ermöglichen sie den Aufbau von Guthaben in Partnerwährungen — etwa für einen zukünftigen Interventionsbedarf.

Eine Besonderheit des EWS ist die Interventionsfinanzierung und der Saldenausgleich. Eine Zentralbank, die beispielsweise am unteren Interventionspunkt Partnerwährungen abzugeben hat, erhält diese Währungen, die sie üblicherweise nicht in nennenswertem Umfang in ihren Reserven hat, vom Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) und wird dafür in ECU-Gegenwerten belastet. Umgekehrt gibt eine Zentralbank, die am oberen Interventionspunkt Partnerwährungen aufnimmt, diese an den EFWZ weiter gegen Guthschaft entsprechender ECU-Gegenwerte. Die Interventionssalden werden so in die „sehr kurzfristige Finanzierung“ eingebracht, die einen spezifischen Kreditmechanismus des EWS darstellt. Dieser Finanzierungsmechanismus kann auf Wunsch der Schuldnerzentralbank auch auf intramarginale Interventionen angewandt werden. Die sehr kurz-

fristige Finanzierung von Interventionssalden läuft 45 Tage nach dem Ende des Monats aus, in dem die Intervention stattfand. Sie kann automatisch, also ohne ausdrückliche Zustimmung der Gläubigernotenbank, um drei Monate prolongiert werden, wenn bestimmte Relationen nicht überschritten werden. Schließlich kann sie mit Zustimmung der Gläubigernotenbank um weitere drei Monate verlängert werden.

Ein Schuldsaldo gegenüber dem EFWZ kann prinzipiell auf dreierlei Weise ausgeglichen werden:

- durch Hingabe von Gläubigerwährungen, die unter Umständen bis zur Fälligkeit noch erworben werden können,
- durch Übertragung von ECU-Guthaben, die aus der vorläufigen Einbringung von Dollarguthaben und Gold beim EFWZ entstanden sind, wobei die Gläubigerzentralbank bis zu 50 % ihrer Forderungen entgegenzunehmen verpflichtet ist und
- durch andere Reserveaktiva (ohne Gold) entsprechend der Reservezusammensetzung der Schuldnerzentralbank.

4. Sonstige Devisentransaktionen der Bundesbank

Neben den eigentlichen Interventionsgeschäften gibt es bei der Bundesbank noch eine Reihe weiterer Devisentransaktionen, die nicht nur der Vollständigkeit halber erwähnt werden sollen, sondern auch wegen ihres Gewichts im Rahmen der gesamten Devisenbewegungen. So fungiert die Bundesbank als fiscal agent für den Bund und andere öffentliche Stellen, aber auch als kontoführende Bank für internationale Institutionen und hat in deren Auftrag und für deren Rechnung Auslandstransaktionen auszuführen. Dabei handelt es sich unter anderem um Zahlungen an internationale Organisationen (etwa die EG), Wiedergutmachungsleistungen, Entwicklungshilfe, Zahlungen auf dem Verteidigungssektor usw. Auf der anderen Seite resultieren aus dem Devisenumtausch alliierter Dienststellen, dem Inkasso von Auslandswechseln, den Zinseinnahmen der Bundesbank aus der Anlage ihrer Devisenreserven und dergleichen erhebliche Devisenzugänge.

Die Bundesbank hat diese Transaktionen durchaus nicht immer zu Lasten oder zugunsten ihrer Währungsreserven vorgenommen, sondern sie je nach Situation über den Markt geleitet, sich also bei Zahlungsaufträgen die erforderlichen Devisen im Markte beschafft und Deviseneingänge durch Verkauf dem Markt zugeführt. Sie hat sich dabei von

den jeweiligen Marktverhältnissen leiten lassen und auch den Zeitpunkt ihrer Markttransaktionen aufgrund devisenpolitischer Erwägungen gewählt. Obgleich es sich nicht eigentlich um Interventionsgeschäfte handelt, kann man sie im weiteren Sinne wegen ihrer Kurswirkungen doch dazurechnen. In diesem Zusammenhang wäre auch zu erwähnen, daß die Bundesbank in der Vergangenheit aufgrund einer Absprache mit den Kreditinstituten die DM-Erlöse aus der Emission von D-Mark-Auslandsanleihen und aus größeren Kreditgeschäften der Banken mit dem Ausland übernommen und auch hier je nach Lage an den Devisenmärkten entschieden hat, ob sie diese DM-Beträge über den Devisenmarkt oder zu Lasten ihrer Währungsreserven konvertiert. In den Zeiten starker Devisenzuflüsse hat sie damit sowohl auf die Kursentwicklung an den Devisenmärkten eingewirkt als auch die Liquidität der Banken beeinflußt.

5. Ertragsaspekte von Interventionsgeschäften

Bei einer auf Kursglättung ausgerichteten Interventionspolitik kauft die Zentralbank prinzipiell bei fallenden und verkauft bei steigenden Wechselkursen. Wenn der Wechselkurs um ein bestimmtes Niveau stark oszilliert, wird eine Interventionspolitik zur Glättung der Schwankungen tendenziell ertragbringend sein. Ist der Wechselkurstrend der eigenen Währung dagegen stark aufwärts gerichtet, so erhöhen Interventionen den Devisenbestand der Notenbank, und zum Bilanzstichtag können sich Buchverluste bei der Bewertung des alten Bestandes wie der Zugänge zu diesem Bestand ergeben. Bei einem abwärtsgerichteten Trend der eigenen Währung entstehen dagegen entweder Buchgewinne oder stille Reserven im Devisenbestand zum Bilanzstichtag und realisierte Gewinne aus Devisenverkäufen während des Jahres. Seit dem Übergang zum Floating gab es kürzer- und längerfristige Amplituden der Kursbewegungen. Es ist praktisch kaum möglich, für einen längeren Zeitraum exakt festzustellen, wie sich Käufe und Verkäufe von Devisen auf die Ertragsrechnung der Notenbank ausgewirkt haben, weil hierbei auch die Bewertungen zu den jeweiligen Bilanzstichtagen mit zu berücksichtigen wären. Proberechnungen für kürzere Perioden haben aber immer wieder gezeigt, daß die Bundesbank an Kauf und Verkauf von Devisen eher Gewinne erzielt hat. Dies ist ein Indiz dafür, daß während einer solchen Berechnungsperiode das Ziel der Interventionspolitik, nämlich Glättung der Kursbewegung um einen Grundtrend, eingehalten wurde.

Das eigentliche Ertragsproblem sind die Bewertungen der Devisenbestände zu den Bilanzstichtagen. Der Bestand an Devisenreserven der Bundesbank, praktisch fast ausschließlich Dollar, aber auch ihr Bestand an Sonderziehungsrechten und Europäischen Währungseinheiten (ECU), ist so gesehen eine „offene Devisenposition“, die dem vollen Wechselkursrisiko unterliegt. Allerdings ist die offene Devisenposition einer Notenbank mit der einzelwirtschaftlichen Problematik offener Devisenpositionen bei Kreditinstituten nicht zu vergleichen, denn die Bundesbank handelt im gesamtwirtschaftlichen Interesse, indem sie als Kassenhalter der international verwendbaren Liquidität für die gesamte Volkswirtschaft fungiert.

II. Devisenswap- und Devisenpensionsgeschäfte

Seit 1979 hat die Bundesbank zur Beeinflussung des Geldmarktes und der Bankenliquidität in erheblichem Umfang Devisenswap- und sog. Devisenpensionsgeschäfte abgeschlossen. Ein Swapgeschäft ist ein mit einem Termingeschäft gekoppeltes Kassageschäft. Soll dem Geldmarkt zur Überbrückung kurzfristiger Liquiditätsengpässe Liquidität zugeführt werden, dann kauft die Bundesbank von inländischen Kreditinstituten US-Dollars per Kasse und verkauft die Dollars gleichzeitig wieder per Termin an die jeweiligen Geschäftspartner zurück. Temporär erhöhen sich durch solche Geschäfte die Devisenreserven der Bundesbank, während den Banken für die Laufzeit dieser Geschäfte Liquidität zur Verfügung gestellt wird. Die Laufzeit reicht in der Regel von nur wenigen Tagen bis zu drei Monaten. Der Swap-Satz, der ein Zinsäquivalent darstellt, orientiert sich eng an den Marktsätzen und entspricht den jeweiligen Geldmarktsätzen für entsprechende Fälligkeiten.

Swapgeschäfte sind ihrer Natur nach Geldmarktgeschäfte. Bei liquiditätsanreichernden Swapgeschäften beschaffen sich die Kreditinstitute die per Kasse an die Bundesbank zu liefernden Dollars in der Regel im Euro-Dollarmarkt, wobei sie sich — um keine Mindestreservepflicht für diese Geldaufnahme auszulösen — der Technik eines sog. Anschluß-Swapgeschäftes bedienen. Letztlich läuft dies auf eine Dollarkreditaufnahme bei einer nicht mindestreservepflichtigen Euro-Bank hinaus. Obwohl es sich zeitweise bei diesen Geschäften um Milliarden-Dollar-Beträge handelte, konnten sie angesichts der Größe des Euro-Dollar-Marktes immer ohne Schwierigkeiten abgewickelt werden.

In der Tendenz löst die mit diesen Geschäften verbundene Dollarnachfrage ein Steigen des Euro-Dollar-Zinses aus. Wegen der Größe

des Marktes fällt es in der Regel allerdings nicht sehr ins Gewicht. Im übrigen könnte dem Zinsanstieg, wenn man ihn als nicht erwünscht ansähe, dadurch entgegengewirkt werden, daß die Bundesbank die an sie gelieferten Dollars ihrerseits am Euro-Dollar-Markt anlegt. Das ist aber — bis auf Ausnahmefälle — aus mehr grundsätzlichen Erwägungen nicht geschehen. Die Liquiditätsanreicherung am deutschen Geldmarkt hat die mit diesen Transaktionen angestrebte Wirkung, den Geldmarktzins im Inland am Steigen zu hindern oder ihn zu senken. Die Veränderung der Zinsrelationen zwischen D-Mark und Dollar kann natürlich ihrerseits, unter sonst gleichbleibenden Umständen, zu Umtauschoperationen von einer Währung in die andere führen. Erst auf dem Umweg über veränderte Zinsrelationen würden diese zunächst auf die jeweiligen Geldmärkte beschränkten Geschäfte Rückwirkungen auf den Devisenmarkt und auf die Devisenkurse haben. Die Devisenwapgeschäfte unterscheiden sich damit aber im Prinzip nicht von sonstigen Maßnahmen zur Beeinflussung des Geldmarktes und der Bankenliquidität.

Die Bundesbank hat sich zur Liquiditätsverknappung auch der Devisenwapgeschäfte mit umgekehrtem Vorzeichen bedient; sie hat also aus ihren Beständen Dollars per Kasse an die Kreditinstitute verkauft und per Termin zurückgekauft. Die hierfür erforderliche Auflösung von Dollar-Anlagen, die die Bundesbank in den Vereinigten Staaten unterhält, könnte angesichts der Größenordnungen und der kurzen Fristen, innerhalb derer solche Geschäfte abzuwickeln sind, Rückwirkungen auf den amerikanischen Geldmarkt und damit auch auf die Geldmarktsteuerung der US-Notenbank haben. Die Bundesbank hat deshalb neuerdings die Technik der Devisenpensionsgeschäfte entwickelt, mit der sie die Auflösung ihrer Dollar-Anlagen und damit auch Rückwirkungen auf den amerikanischen Geldmarkt vermeidet. Den Kreditinstituten, die zum Abschluß solcher liquiditätsabsorbierender Geschäfte bereit sind, wird lediglich der Herausgabeanspruch auf einen entsprechenden Betrag der in den Vereinigten Staaten angelegten Dollaranlagen der Bundesbank übertragen und gleichzeitig per Termin zurückgekauft. Die US-Schatzpapiere, um die es sich dabei in der Regel handelt, bleiben damit im Eigentum der Bundesbank, der auch unverändert die Zinsen aus diesen Anlagen zufließen.

Die Devisenwap- und Devisenpensionsgeschäfte haben sich als ein besonders flexibles Instrument zur kurzfristigen Steuerung des Geldmarktes erwiesen. Ihre Vorzüge lassen sich wie folgt charakterisieren:

- sie sind schnell in Gang zu setzen, praktisch von einer auf die andere Stunde,
- der Betrag kann genau fixiert werden und nahezu jede gewünschte Größenordnung erreichen,
- die Fristigkeit ist so gut wie beliebig wählbar,
- unerwünschte Rückwirkungen auf den Devisenmarkt und die Wechselkurse gehen nach den bisher gemachten Erfahrungen davon nicht aus, jedenfalls keine anderen Wirkungen, wie sie mit jeder liquiditätsbeeinflussenden Maßnahme verbunden sind.

Zusammenfassung

Die Devisenpolitik der Deutschen Bundesbank

Das gegenwärtige Wechselkurssystem des „managed floating“ vereint Flexibilität gegenüber dem US-Dollar und anderen wichtigen Währungen mit einem regionalen Festkurssystem wie dem EWS. Dabei wird die längerfristige Grundtendenz der Wechselkursentwicklung heutzutage von mehr Faktoren als nur den Kaufkraftrelationen bestimmt. Diese anderen Faktoren wie Zinsdifferentiale, Zahlungsbilanzsituation und politische Großwetterlage können hinsichtlich der Kursbildung von ebenso fundamentalem Charakter sein wie die Inflationsunterschiede. Die über so determinierte Grundtendenzen häufig hinausschießenden Wechselkursbewegungen versuchen die Zentralbanken mit Interventionen am Devisenmarkt einzudämmen. Hierbei sind die Wirkungen auf die Geldpolitik voll zu berücksichtigen.

Die Bundesbank interveniert am DM-\$-Markt und im Rahmen des EWS. Die Interventionen am DM-\$-Markt sind fakultativ und in erster Linie auf die Glättung von Kursschwankungen gerichtet. Im Wechselkursverbund des EWS bestehen dagegen bei Erreichen der bilateralen Interventionspunkte unbeschränkte Interventionsverpflichtungen. Interveniert wird grundsätzlich nur in Mitgliedswährungen, und zwar jeweils dort, wo die Limitkurse erreicht sind. Außer obligatorischen sind auch sogenannte intramarginale Interventionen möglich; sie können vor Erreichen der Limitkurse vorgenommen werden und erfordern das Einverständnis der Partnerzentralbanken.

Jenseits ihrer wechselkursorientierten Interventionen am Devisenmarkt hat die Bundesbank zur Beeinflussung des Geldmarktes und der Bankenliquidität seit 1979 in erheblichem Umfang Devisenswap- und Devisenpensionsgeschäfte abgeschlossen. Sie haben sich als ein besonders flexibles Instrument zur kurzfristigen Steuerung des Geldmarktes erwiesen. Von diesen geldmarktorientierten Transaktionen, die schnell in Gang zu setzen, betragsmäßig genau zu fixieren und nahezu beliebig zu befristen sind, gehen nach den bisher gemachten Erfahrungen unerwünschte Rückwirkungen auf den Devisenmarkt nicht aus — jedenfalls keine anderen Wirkungen, wie sie mit jeder liquiditätsbeeinflussenden Maßnahme verbunden sind.

Summary

The Foreign Exchange Policy of the „Deutsche Bundesbank“

The present exchange rate system of “managed floating” combines flexibility vis-à-vis the U.S. dollar and other major currencies with a regional fixed rate system such as the EMS. The longer-term underlying trend of exchange rate developments is nowadays determined by more factors than just purchasing power relationships. These other factors — such as interest rate differentials, the balance of payments situation and the overall political climate — may be of just as fundamental importance for exchange rate formation as differences in inflation rates. By intervening in the foreign exchange market, central banks try to contain exchange rate movements, which frequently overshoot the basic trends determined in this way. The impact of such intervention on monetary policy must be duly taken into account.

The Bundesbank intervenes in the DM/\$ market and within the EMS. Interventions in the DM/\$ market are optional and primarily intended to smooth exchange rate fluctuations. In the European Monetary System, by contrast, unlimited intervention is obligatory once the bilateral intervention points have been reached. Interventions are in principle in member currencies only — specifically, wherever the limit rates have been reached. In addition to obligatory interventions, “intramarginal” interventions are possible; they may be made before the limit rates have been reached and are subject to the agreement of the partner central banks.

Besides its exchange-rate-oriented interventions in the foreign exchange market, the Bundesbank has concluded exchange swaps and exchange-based repurchase agreements on a considerable scale since 1979 in order to influence the money market and bank liquidity. They have proved to be a particularly flexible instrument for the short-term control of the money market. Judging from past experience, these money-market-oriented transactions — which can be effected at short notice, in precisely defined amounts, and with virtually any desired maturities — have no unwelcome repercussions on the foreign exchange market, or at least no effects other than those associated with all liquidity measures.

Résumé

La politique des taux de change de la „Deutsche Bundesbank“

Le système actuel des cours du change, le “managed floating”, allie la flexibilité par rapport au dollar E.U. et d'autres importantes monnaies à un système de cours fixes appliqué par certains pays comme par exemple le SME. De nos jours, la tendance fondamentale qui caractérise l'évolution des cours du change est déterminée, à long terme, par des facteurs autres que le seul rapport entre les pouvoirs d'achat. Ces autres facteurs, tels que les

différentiels d'intérêts, les résultats de la balance des paiements et l'environnement politique international, peuvent être d'une importance tout aussi grande pour les taux de change que les différences entre les taux d'inflation. Les banques centrales s'efforcent de comprimer les mouvements des cours du change allant bien souvent au delà des tendances fondamentales ainsi déterminées en intervenant sur le marché des changes. Ce faisant, elles doivent prendre en considération toutes les répercussions que de telles mesures pourraient avoir sur la politique monétaire.

La Bundesbank intervient sur le marché du DM-\$ et dans le cadre du SME. Les interventions sur le marché du DM-\$ sont facultatives et effectuées, en premier lieu, pour écrêter les fluctuations des cours. Les accords conclus au sein du Système Monétaire Européen stipulent par contre que lorsque les points d'intervention bilatéraux sont atteints, les banques centrales sont soumises à l'obligation illimitée d'intervenir. Les interventions ne sont réalisées que dans les monnaies des pays membres et plus exactement dans les pays où les cours limites sont atteints. En plus des interventions obligatoires, il est également possible de procéder à des interventions dites intramarginales; elles peuvent être effectuées avant que les cours limites ne soient atteints et sont soumises à l'accord des banques centrales des pays partenaires.

Outre les interventions auxquelles elle procède sur le marché des changes et qui sont déterminées par l'évolution des cours du change, la Bundesbank réalise depuis 1979, dans une large mesure, des opérations swap en devises et de prise en pension en devises afin d'exercer une influence sur le marché monétaire et la liquidité des banques. Ces mesures se sont avérées être un instrument particulièrement souple permettant d'effectuer en peu de temps la régulation du marché monétaire. Ces transactions destinées à rétablir l'équilibre sur le marché monétaire, qui peuvent être mises en train rapidement et dont le montant peut être déterminé de façon précise et la durée peut être fixée pour ainsi dire à une limite quelconque, n'ont pas, selon l'expérience acquise jusqu'à présent, de répercussions fâcheuses sur le marché des changes; elles n'exercent en tout cas pas d'effets comme ceux qui sont provoqués par n'importe quelle mesure agissant sur le volume des liquidités.