

# **Bestimmungsfaktoren und Wirkungen von Wechselkursbewegungen unter besonderer Berücksichtigung der Devisenpolitik der Bundesbank**

Von Leonhard Gleske

Die Wechselkurse waren in letzter Zeit starken Schwankungen unterworfen; insbesondere kam es zu heftigen kurzfristigen Kursausschlägen. In dem Aufsatz werden nach Darstellung der institutionellen Rahmenbedingungen des gegenwärtigen Wechselkursregimes zunächst die Bestimmungsfaktoren der Kursbewegungen erörtert. Sodann wird den Auswirkungen auf Zahlungsbilanz und Binnenwirtschaft nachgegangen und die Frage der Funktionsfähigkeit des Floating unter den gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Bedingungen erörtert. Schließlich befaßt sich der Beitrag mit den Devisenmarktinterventionen der Bundesbank.

## **I. Von festen zu flexiblen Wechselkursen**

Beinahe ein Jahrzehnt des Floating liegt seit dem Frühjahr 1973 hinter uns, als alle wichtigen Währungen davon abgingen, eine feste Parität zum US-Dollar einzuhalten. Die wenigsten werden bereit sein, die Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen als vollen Erfolg zu bezeichnen. Allzu viele Erwartungen — auch solche der Wissenschaft — wurden nicht erfüllt. Der Beitrag der Wechselkursbewegungen zum Anpassungsprozeß der Zahlungsbilanzen ließ zumeist lange auf sich warten; der Gewinn an interner wirtschaftspolitischer Handlungsfreiheit erwies sich als fragwürdig, zumindest soweit damit die Hoffnung auf mehr Wachstum und Beschäftigung verknüpft wurde; und die Instabilität der Wechselkurse nahm zu, je älter das Regime des Floating wurde. Und doch ist das Floating wahrscheinlich nur „das schlechteste System, außer all den anderen“<sup>1</sup>.

Die Bundesbank gewann mit der Entbindung von der Interventionspflicht im Jahre 1973 einen entscheidenden Spielraum für eine nach außen abgesicherte, am Stabilitätsziel orientierte Politik der Geldmengensteuerung, freilich — so wird man heute sagen müssen — um den Preis einer systematischen Überbewertung der D-Mark, die

---

<sup>1</sup> O. Emminger, The exchange rate as an instrument of policy, *Lloyds Bank Review*, Juli 1979 (in Anlehnung an Winston Churchill).

schließlich zu der Passivierung der Leistungsbilanz ab 1979 und den dadurch aufgeworfenen Problemen nicht wenig beitrug.

An Erklärungen dafür, daß die Erwartungen an die größere Flexibilität der Wechselkurse weitgehend unerfüllt blieben, fehlt es nicht. Nur wenn das Floating von vernünftiger interner Wirtschaftspolitik begleitet sei, könne es überhaupt Erfolg haben<sup>2</sup>. Die beiden Ölschocks hätten jedes Wechselkursregime in Schwierigkeiten gebracht. Überhaupt laste die anhaltende Instabilität der politischen, wirtschaftlichen und sozialen Grundbedingungen auf dem internationalen Währungssystem, und es wäre erstaunlich, wenn die flexiblen Wechselkurse unter solchen Bedingungen zugleich stabil wären. Daß das Währungssystem mit den hohen Inflationsraten, wiederholten Ölpreisschocks und anhaltender politisch-sozialer Instabilität einigermaßen fertig geworden sei, spreche eher für als gegen das Floating, und der Ruf nach Rückkehr zu festen Wechselkursen gehe an der Realität vorbei. Trotzdem wird dieser Ruf immer wieder laut, und die Errichtung des Europäischen Währungssystems im Jahre 1979 mag der deutlichste Ausdruck dafür sein, daß es sich hier nicht nur um rein akademische Fragen handelt. Nur wenige würden allerdings soweit gehen zu sagen, man hätte besser getan, von vornherein bei festen Paritäten zu bleiben. Denn dafür fehlten in den 70er Jahren ganz offensichtlich wesentliche Voraussetzungen, und sie sind auch heute noch nicht wiederhergestellt.

Welches waren die wesentlichen Voraussetzungen für den Bestand des in Bretton Woods vereinbarten Systems fester Währungsparitäten? Einmal, daß die Schlüsselwährung Dollar dem System eine halbwegs stabile Orientierungsbasis bot und ihre Rolle als zentrale internationale Reservewährung in für alle akzeptabler Weise erfüllte. Zweitens, daß die Anpassung der Zahlungsbilanzen einigermaßen funktionierte, weil die Wirtschafts- und Währungspolitik in den einzelnen Ländern ausreichend auf die Erfordernisse des Systems fester Wechselkurse ausgerichtet war. Drittens, daß die politischen, wirtschaftlichen und sozialen Gegebenheiten — das, was man kurz die „underlying factors“ nennt — feste und nur unter strengen Voraussetzungen veränderbare Währungsrelationen begünstigten.

Das Abgleiten der USA in zweistellige Inflationsraten ist wahrscheinlich der deutlichste Ausdruck des progressiven Verlustes an Währungsdisziplin, der sich in der Weltwirtschaft in den 70er Jahren vollzog. Die hartnäckigen Bemühungen um Rückgewinnung der Geldwertstabilität in den Vereinigten Staaten könnte daher auch als Ausdruck des Willens verstanden werden, wieder stabile Grundbedingungen für

---

<sup>2</sup> S. Brittan, *The Price of Economic Freedom: A Guide to flexible rates*, 1970.

die Währungsbeziehungen unter den Ländern herzustellen, obwohl dies nicht — und schon gar nicht die Rückkehr zu festen Wechselkursen — das primäre Ziel der amerikanischen Währungspolitik ist.

Paul Volcker hat einmal gesagt: „Was tun, wenn es mehr als einen Polizisten in der Welt gibt und diese sich untereinander streiten?“ Selbst wenn die USA zur Geldwertstabilität zurückfinden und von daher wieder einige der wesentlichen Grundvoraussetzungen auch für stabilere Wechselkurse im Verhältnis zum Dollar hergestellt sind, werden wir uns sicher nicht im ‚status quo ante‘ wiederfinden. Zu viel hat sich inzwischen gewandelt. Die Gewichte haben sich zu stark in Richtung einer multi-polaren Weltwirtschaft und Währungsordnung verschoben, mit Europa, Japan, OPEC und selbst den Entwicklungsländern als neuen Gravitationszentren ganz unterschiedlicher Ausprägung. Ob wir die Grundvoraussetzungen für stabile oder gar feste Wechselkurse wiederherstellen können, ist aber auch deshalb fraglich, weil die internationalen Finanzmärkte, und nicht zuletzt auch unter dem Einfluß der flexiblen Wechselkurse, sich in einer Weise entwickelt haben, die vermuten läßt, daß sie inzwischen eine erhebliche Eigendynamik zu entwickeln vermögen. Hier läßt sich die Uhr nicht einfach zurückstellen. Manches spricht dafür, daß geldpolitische Maßnahmen einzelner Länder wegen des enorm gewachsenen Potentials für Portfolio-Verlagerungen Wechselkursreaktionen ohne große Verzögerungen auslösen, während die realen Anpassungen in den einzelnen Volkswirtschaften längere Zeit auf sich warten lassen. Der Einfluß der Wechselkurserwartungen läßt solche Reaktionen unsicher erscheinen. Er mag inzwischen der wichtigste Faktor der „built-in instability“ der Wechselkurse geworden sein.

Ich möchte mich im folgenden mit der Wechselkursproblematik hauptsächlich aus der Sicht der Notenbank befassen und insofern praxisorientierte Erfahrungen der Geld- und Währungspolitik der Bundesbank in die Diskussion einbringen.

Die Notenbank kann auf den Wechselkurs grundsätzlich in zweifacher Weise einwirken: direkt durch Interventionen am Devisenmarkt und indirekt durch ihre Geldpolitik. Dabei hat die Intervention Liquiditätswirkungen, die für die Geldpolitik von Belang sein können, und umgekehrt wird die Geldpolitik den Wechselkurs in ihr Kalkül mit einbeziehen. Es braucht hier nicht begründet zu werden, daß die Bundesbank den Erfordernissen einer stabilitätsorientierten Geldpolitik deutlichen Vorrang einräumt, auch vor wechselkurspolitischen Erwägungen. Zugleich aber ist der Wechselkurs für sie ein wichtiger Parameter ihrer Politik, wie sich gerade in jüngster Vergangenheit im Zeichen hoher Leistungsbilanzdefizite deutlich gezeigt hat.



## II. Die institutionellen Rahmenbedingungen des gegenwärtigen Wechselkursregimes

Der institutionelle Rahmen, in dem sich auch die deutsche äußere Währungspolitik und damit die Wechselkurspolitik der Bundesbank bewegt, ist zum einen abgesteckt durch das *IWF-Übereinkommen*, das in seiner 1978 in Kraft getretenen Neufassung jedem Mitglied die Wahl seines Wechselkursregimes freistellt (Art. IV.2.). Jedes Mitglied ist verpflichtet, mit dem IWF und seinen übrigen Mitgliedern zusammenzuarbeiten mit dem Ziel, geordnete Währungsbeziehungen zu gewährleisten und ein stabiles System von Wechselkursen zu fördern. Im einzelnen sind die Mitglieder aufgefordert, ihre Wirtschafts- und Finanzpolitik auf wirtschaftliches Wachstum und Preisstabilität auszurichten, für geordnete Grundvoraussetzungen für ein von Störungen freies Währungssystem zu sorgen und Wechselkursmanipulationen zu vermeiden, die geeignet sein können, die Zahlungsbilanzanpassung zu verhindern oder Wettbewerbsvorteile für ein Land zum Ziel haben (Art. IV.1.).

Die Wechselkurspolitik der Mitgliedsländer unterliegt der Überwachung durch den IWF (Art. IV.3.). Die dafür aufgestellten Grundsätze enthalten u. a. die Aufforderung, „ein Mitglied sollte (should) auf dem Devisenmarkt dann intervenieren, wenn dies nötig ist, um ungeordneten Verhältnissen entgegenzuwirken, die unter anderem durch störende kurzfristige Bewegungen des Außenwerts seiner Währung gekennzeichnet sein können“. Dies entspricht einer Grundregel, die von den führenden westlichen Industrieländern bereits in Rambouillet im November 1975 vereinbart worden war.

Das Übereinkommen gibt dem IWF die Möglichkeit, mit einer hohen Mehrheit der Stimmen seiner Mitglieder irgendwann wieder ein allgemein verbindliches Wechselkursregime zu verordnen, das auf festen Paritäten beruhen würde, und damit die freie Wahl wieder einzuschränken (Art. IV.4.). Es sieht aber nicht so aus, als ob er davon in absehbarer Zeit Gebrauch machen könnte.

Zum anderen sind im März 1979 neue institutionelle Rahmenbedingungen für die Wechselkurspolitik der Bundesbank durch das *Europäische Währungssystem* (EWS) geschaffen worden, nachdem die D-Mark bis dahin schon in der europäischen „Währungsschlange“ mit einigen kleineren EG-Währungen durch feste Leitkurse verbunden war und sich gemeinsam mit ihnen gegenüber dem US-Dollar und anderen Währungen bewegte. Die am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden EG-Notenbanken (Großbritannien und Griechenland nehmen bisher nicht teil) sind verpflichtet ihre Devisenkurse zueinander in einer Bandbreite von  $2\frac{1}{4}\%$  zu halten (im Falle Italiens beträgt die

Bandbreite 6 ‰). Ihre Währungen können also bei voller Umkehr von den jeweiligen Extrempunkten im Band bis zu  $4\frac{1}{2}$  ‰ (bzw. im Falle Italiens bis zu 12 ‰) schwanken. An den bilateralen Interventionspunkten müssen die Notenbanken erforderlichenfalls uneingeschränkt in Partnerwährungen intervenieren.

Es ist kein Geheimnis, daß die Bundesbank der Einbindung der D-Mark in ein System fester, wenngleich anpassungsfähiger Leitkurse mit unbegrenzter Interventionsverpflichtung an den vereinbarten Interventionspunkten und relativ großzügig dimensionierter Kreditmechanismen zurückhaltend gegenüberstand. Dies ist um so mehr, als zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des EWS keineswegs absehbar war, daß die Wirtschaftsentwicklung und Wirtschaftspolitik in den EG-Ländern sich in dem Maße einander annähern würde, wie dies für den Zusammenhalt eines Festkurssystems letzten Endes unabdingbar ist. Und in der Tat ließen ja dann die Auswirkungen der zweiten Ölpreisscholle ab 1979 zunehmende Divergenzen erkennen, bei den Inflationsraten ebenso wie in der Zahlungsbilanzentwicklung, also den für den Wechselkurs einer Währung letztlich maßgebenden Einflußgrößen. Zwar sind Leitkursanpassungen im Bedarfsfall ausdrücklich vorgesehen, jedoch würden sie, zu oft und mit hohen Änderungsraten vorgenommen, die Glaubwürdigkeit des Systems an den Märkten und den Nutzen, den es für seine Mitglieder hat, beeinträchtigen.

### **III. Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen unter den gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Bedingungen**

Die Erfahrungen der D-Mark, aber auch anderer Währungen bestätigen, daß für die Entwicklung des Wechselkurses beim Floating eine ganze Anzahl von Einflußfaktoren von Belang ist. Sie wirken in einem sehr komplexen Prozeß zusammen. Eine Grobeinteilung dieser Faktoren wird einmal abstellen auf die *Leistungsbilanz* und die von ihrer Entwicklung abgeleiteten Erwartungen für den Wechselkurs. Tatsächlich läßt sich in vielen Fällen eine relativ enge Beziehung zwischen der Zunahme (Abnahme) des Leistungsbilanzüberschusses (-defizits) eines Landes und der Aufwertung (Abwertung) des Außenwertes seiner Währung herstellen; zumindest gilt dies auf mittlere Frist. Der Zusammenhang ist aber auch nicht so eng und durchgehend, als daß er allein oder überwiegend die Bewegungen des Wechselkurses einer Währung erklären könnte, u. a. auch deshalb, weil der Wechselkurs seinerseits auf die Leistungsbilanz zurückwirkt. Eine deutliche Beziehung besteht auch zwischen Leistungsbilanz und *Geldpolitik*, die beide direkt auf die Nachfrage nach (und das Angebot an) internationaler Währung am De-



visenmarkt einwirken, wie auch indirekt auf die Erwartungen der Anleger und damit deren Portfoliodispositionen zwischen einzelnen Währungen.

Hinter der Leistungsbilanzentwicklung als einem wichtigen Bestimmungsfaktor des Wechselkurses einer Währung verbirgt sich naturgemäß eine ganze Reihe anderer Determinanten, von denen einige häufig als unmittelbar bestimmend für den Wechselkurs betrachtet werden. Das gilt besonders für die Entwicklung der *relativen Kosten und Preise*, die für die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes an den internationalen Güter- und Dienstleistungsmärkten mitbestimmend ist. Als Erklärung der längerfristigen Wechselkursentwicklung hat die Kaufkraftparitätentheorie auch heute ihren Wert, vor allem, wenn das Inflationsgefälle deutlich vor Augen liegt. Allerdings zeigen unsere jüngsten Erfahrungen auch, daß sich der Wechselkurs durchaus über längere Zeit von der Kaufkraftparität entfernen kann.

Zum anderen sind die *Geld- und Kapitalbewegungen* und die für sie maßgeblichen Einflüsse im Lauf der Zeit immer stärker als eigenständiger Einfluß hervorgetreten, wenn es darum geht, Wechselkursbewegungen zu erklären. Besonders auf kürzere Sicht ist es wahrscheinlich, daß die Attraktivität finanzieller Anlagen bei der Bestimmung des Wechselkurses eine wesentliche Rolle spielt. Verzinsung und Wechselkurserwartung gehen dabei gleichermaßen ins Kalkül ein. Im Zeichen des „benign neglect“ war die anhaltende Schwächeneigung des Dollars gegenüber anderen Währungen — besonders auch gegenüber der D-Mark — nicht ohne Grund von der Erwartung weiterer Abwertung des Dollars her bestimmt.

Die Abwertungserwartung wurde in ihrem Einfluß auf den Kassakurs über weite Strecken auch von einem beträchtlichen Zinsgefälle zugunsten des Dollars nicht kompensiert. Es war beinahe so, als hätten die internationalen Anleger bei ihren Dispositionen a priori unterstellt, daß der Dollar im Zeitverlauf mehr an Wert verlieren (und beispielsweise die D-Mark mehr an Wert gewinnen) müsse, als der Zinsdifferenz entsprach. Ab 1979 erwies sich dagegen über längere Zeitspannen hinweg der Zinsabstand zwischen Dollar und D-Mark als der entscheidende Einfluß; jedenfalls spielten Wechselkurserwartungen, die sich durchaus auf fortbestehende Inflationsdifferenzen hätten stützen können, in dieser Zeit kaum eine Rolle. Die Dollarkurse folgten dem sich ändernden Zinsgefälle mit geradezu verblüffender Präzision, und es ist nicht verwunderlich, daß die für die Änderungen des Zinsgefälles hauptsächlich verantwortlich gemachte Unfähigkeit der amerikanischen Währungsbehörden, ihr Geldmengenwachstum kontinuierlich an die Zielgrößen heranzuführen, zu erheblicher Kritik Anlaß gab. Im Jahre 1980 und auch in der ersten Hälfte des Jahres 1981 waren scharfe

Schwankungen in der Geld- und Kreditnachfrage in den USA, die mit der angewandten Methode der Geldmengensteuerung in Konflikt gerieten, die Hauptursache für die extremen Schwankungen im Zinsgefälle und damit der Dollar-Wechselkurse.

Daß die Wechselkurserwartungen immer wieder ihren eigenständigen Einfluß geltend machen, zeigte sich Anfang 1981, als die D-Mark bei nur geringem Zinsgefälle zugunsten des Dollars ausgesprochen schwach notierte. Die Einführung des Sonder-Lombards zu einem „Krisensatz“ von 12 % p. a. durch die Bundesbank im Februar 1981 war die deutliche Reaktion auf die drohende Gefahr einer D-Mark-Vertrauenskrise, der die Bundesbank nicht untätig zusehen konnte. Zwar blieb die D-Mark bis zum Sommer 1981 gegenüber dem Dollar weiterhin schwach, nicht zuletzt, weil dieser von dem Vertrauensvorschuß auf die neue Politik von Präsident Reagan allgemein günstig beeinflußt wurde; aber im EWS wechselte die D-Mark sogleich von der schwächsten in die stärkste Position, und auch im gewogenen Durchschnitt ergab sich keine weitere Abwertung ihres Außenwerts.

Das sich wandelnde Zusammenspiel von Zinsgefälle und Wechselkurserwartung bildete den Hintergrund, vor dem sich die kurzfristigen Schwankungen der amerikanischen Zinsen und das dafür verantwortliche wöchentliche Auf und Ab der Geldmengenaggregate auf die Dollarkurse einzelner Währungen auswirkte. Diese ständig reversiblen und deshalb zumeist als funktionslos betrachteten Bewegungen können nicht in gleicher Weise wie die mittel- und längerfristigen zinsbedingten Bewegungen als Ausdruck unterschiedlicher Wachstumsraten des Angebots und der Nachfrage an Geld und geldwerten Forderungen und Verbindlichkeiten in verschiedenen Ländern sowie unterschiedlicher Inflationserwartungen gelten, und damit letztlich als Konsequenz unterschiedlicher Geld- und Finanzpolitik. Das Geldmengenwachstum ging zwischen 1978 und 1981 in den größeren Industrieländern durchweg beträchtlich zurück. Zugleich nahm die Variabilität des Zinsgefälles im Verhältnis zum Dollar in beinahe allen diesen Ländern beträchtlich zu, und mit ihr zugleich die Variabilität der Dollar-Wechselkurse ihrer Währungen.

Im EWS dagegen hat die stärkere Orientierung der Geldpolitik einzelner Länder auf die Erfordernisse des Wechselkursverbundes bewirkt, daß das Zinsgefälle zwischen den Teilnehmerwährungen gegenüber früheren Jahren abnahm — jedenfalls galt das noch bis vor kurzem — und daß es weniger stark schwankte. Damit wurde auch die Aufgabe erleichtert, die kurzfristigen Wechselkursschwankungen durch Interventionen innerhalb der vereinbarten Schwankungsmargen zu halten.



#### IV. Wechselkursbewegungen und ihre Wirkungen

Die Auflockerung der Wechselkursbestimmungen des IWF-Übereinkommens war zum guten Teil von der Erwartung bestimmt, daß der Wechselkurs einen wesentlichen Beitrag zum Anpassungsprozeß der Zahlungsbilanzen leisten würde. Während die Kritik am Floating zunächst konstatierte, daß diese Erwartung unerfüllt geblieben sei, ist die spätere Diskussion zunehmend von der Sorge bestimmt, daß die größere Flexibilität der Wechselkurse selbst zum Störfaktor des wirtschaftlichen Geschehens geworden sein könnte. Die Errichtung des EWS war nicht zuletzt eine Reaktion auf das anhaltende „Überschießen“ der Dollarkurse der europäischen Währungen und der daraus abgeleiteten Gefahren für Wachstum, Beschäftigung und Preisstabilität. In letzter Zeit ist auch die zunehmende kurzfristige Instabilität der Dollarkurse mehr und mehr in die Schußlinie geraten.

Die „Summe der Kritik“ kann mit Lamfalussy<sup>3</sup> wie folgt formuliert werden: „Die Wechselkursschwankungen waren stärker, häufiger und erratischer als die Befürworter des Floating voraussahen; sie sind schädlich für die Weltwirtschaft ganz allgemein und für die westlichen Industrieländer im besonderen; sie machen deutlich, daß die Märkte überreagieren, wenn sie extremen Impulsen und Änderungen der Wirtschaftspolitik ausgesetzt sind; es besteht deshalb Veranlassung einzugreifen mit dem Ziel, die übermäßigen Wechselkursschwankungen einzudämmen.“

Ungeachtet der Erfahrung, daß die Wechselkursschwankungen über das gerechtfertigte Maß hinausgehen können, bestehen indes heute kaum Zweifel, daß der Beitrag von Wechselkursänderungen zum Abbau von *Leistungsbilanzungleichgewichten* beträchtlich sein kann, vorausgesetzt freilich, daß auch die Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik des betreffenden Landes den notwendigen Anpassungsprozeß unterstützt. Die jüngste Entwicklung hat diesen Eindruck bekräftigt, nachdem in den ersten Jahren flexibler Wechselkurse und besonders nach dem ersten Ölschock der Jahre 1973/74 in zahlreichen Ländern die Finanz- und Geldpolitik den Anpassungserfordernissen nicht ausreichend Rechnung trug und deshalb der potentielle Beitrag des Wechselkurses immer wieder in Frage gestellt oder verzögert wurde. Es wurde im Gegenteil versucht, den strukturellen Anpassungszwängen auszuweichen oder die daraus erwachsenden Belastungen wenigstens auf später zu verschieben.

In jedem Fall zeigt sich die Wirkung von Wechselkursänderungen wegen der rascheren Reaktion der Einfuhrpreise (in nationaler Wäh-

<sup>3</sup> A. Lamfalussy, A plea for an international commitment for exchange rate stability, Brussels, 22 October 1981.



rung) als der Ausführpreise in Verbindung mit der langsamen Reaktion der Einfuhr- und Ausfuhrvolumina zunächst in Form des sog. *J-Kurve*-Effekts auf die Handels- und Leistungsbilanz: die Aufwertung (Abwertung) hat zunächst eine Verbesserung (Verschlechterung) der Handels- und Leistungsbilanz zur Folge, von der eine Tendenz zur Selbstverstärkung der Wechselkursbewegung ausgehen kann, die selbst wieder eine Überreaktion der Leistungsbilanz zur Konsequenz haben kann. Dies muß bei der Beurteilung der Wirkung von Wechselkursänderungen auf Handels- und Leistungsbilanz wie auch bei der Gestaltung der flankierenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen ebenso berücksichtigt werden wie die Tatsache, daß die preis- und kostenbedingte Wirkung der Wechselkursverschiebung auf die Leistungsbilanz durch *konjunkturelle Einflüsse* überlagert wird. Besonders auf kurze Frist hat sich die relative Realeinkommensposition eines Landes gegenüber Verschiebungen des Wechselkurses nicht selten als dominierend erwiesen.

Als ernstzunehmender Einwand gegenüber Wechselkursänderungen trat in den letzten Jahren die Gefahr eines *Teufelskreises* (vicious circle) von Abwertung und Inflation besonders in den Ländern hervor, in denen weite Teile der Bevölkerung durch de jure oder de facto Indexierung gegen Realeinkommensverluste geschützt sind. Soweit die Furcht vor diesem Teufelskreis dazu geführt hat, daß einzelne Länder ihre Finanz- und Geldpolitik stärker auf die Erfordernisse interner wie äußerer Geldwertstabilität ausrichten, um so die Abwertung von vornherein zu verhindern, mag man darin ein Besinnen auf die oft beschworene Disziplin fester Wechselkurse sehen. In einigen Fällen hat die fehlende Wechselkursanpassung aber nur schwache Wirtschaftszweige aus dem internationalen Wettbewerb ausscheiden lassen und so bereits bestehende strukturelle Probleme noch zusätzlich verschärft, ohne daß die Wechselkurskorrektur auf Dauer vermieden worden wäre. Belgien ist dafür ein eindrucksvolles neueres Beispiel.

Neben seinem Beitrag zur Anpassung der Leistungsbilanz kommt dem Wechselkurs naturgemäß auch für den *Ausgleich der Zahlungsbilanz* über entsprechende Geld- und Kapitalbewegungen erhebliche Bedeutung zu. Die für Richtung und Ausmaß von Geld- und Kapitalbewegungen maßgebliche Rentabilität finanzieller Anlagen in verschiedenen Währungen wird naturgemäß von der Erwartung künftiger Wechselkursänderungen stark beeinflusst. Inzwischen ist das Potential international beweglicher Portfolios so stark gewachsen, daß Anreize zu Verlagerungen rasch Geld- und Kapitalbewegungen auslösen können, die weit über das hinausgehen, was aufgrund von Leistungsbilanzüberschüssen oder -defiziten neu an Nettoforderungen bzw. -verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland entsteht.

Das gilt in besonderem Maße für Währungen, die wie der Dollar und die D-Mark praktisch frei von Beschränkungen als internationale Anlage-, Reserve- und Schuldnerwährungen benutzt werden. Die D-Mark ist nach dem Dollar die wichtigste Reservewährung, und auch im Bereich der privaten Kreditbeziehungen spielt sie inzwischen eine hervorragende Rolle. Selbst wenn auf mittlere und längere Frist der Wechselkurs der D-Mark, wie der anderer Währungen auch, von so grundlegenden ‚realen‘ Bestimmungsfaktoren wie den relativen Preisen und Kosten sowie bestimmten strukturellen Faktoren (Produktions- und Außenhandelsstruktur, Ölabhängigkeit u. a. m.) bestimmt wird, so dürfte auf kurze wie mittlere Frist die Beziehung zwischen Wechselkurs und grenzüberschreitenden Finanzströmen die entscheidende Bedeutung zukommen. Es ist deshalb nicht erstaunlich, wenn gerade die Geldpolitik zeitweilig in Konfliktsituationen zu geraten scheint, die sich erst wieder lösen, wenn die für Leistungsbilanz und Kapitalverkehr bestimmenden Einflüsse in die gleiche Richtung weisen.

Was die behaupteten *nachteiligen Wirkungen* starker Wechselkursschwankungen anlangt, so haben wissenschaftliche Untersuchungen ebenso wie Erörterungen in offiziellen internationalen Gremien verhältnismäßig wenig „Belastungsmaterial“ zutage gefördert. Die zeitweise Verlangsamung des Welthandels wird kaum ernsthaft den Wechselkursschwankungen angelastet, zumal der Welthandel bis in die jüngste Zeit Jahr für Jahr höhere Wachstumsraten aufwies als das Sozialprodukt der Industrieländer. Soweit das Floating mitgeholfen hat, über längere Zeiträume hinweg einigermaßen realistische Wechselkurse aufrecht zu erhalten, mag es sogar zum Weiterbestehen eines freien Welthandels und auch zu seinem Wachstum positiv beigetragen haben.

Die sehr kurzfristigen Wechselkursschwankungen — von Tag zu Tag und Woche zu Woche — werden überwiegend als funktionslos und deshalb unnötig betrachtet. Offenbar werden Wirtschaft und Finanzmärkte mit ihnen aber ohne größere Schwierigkeiten fertig. Kritischer betrachtet wird das mittelfristige „Überschießen“ einzelner Wechselkurse, wofür die D-Mark bis 1979 ein eindrucksvolles Beispiel darbot. Die dadurch bedingten Wettbewerbseinbußen haben sicher mit dazu beigetragen, daß die deutsche Leistungsbilanz, hauptsächlich unter dem Einfluß des zweiten Ölschocks, stärker als in anderen Ländern ins Defizit geriet. Dies wiederum bedingte eine Gegenbewegung des D-Mark-Kurses, besonders im Verhältnis zum Dollar, die Kennzeichen eines „Unterschießens“ trägt. Die Kritik am „Überschießen“ des Wechselkurses kommt aber nicht notwendigerweise nur von den Ländern, deren Währung als übermäßig auf- oder abgewertet erscheint, sondern vielfach von Drittländern, die sich den auseinanderlaufenden Bewe-



gungen von für sie wichtigen Welthandelswährungen hilflos ausgesetzt sehen. Offenbar wurden einzelne Wirtschaftszweige und Unternehmen in solchen Ländern von den extremen Kursbewegungen z. B. des Dollars gegenüber der D-Mark in den letzten Jahren erheblich getroffen, weil dadurch die „relativen“ Absatzchancen an den verschiedenen Exportmärkten stark beeinflußt wurden.

Häufig macht allerdings der statistische Nachweis des „Überschießens“ des realen Wechselkurses einige Schwierigkeiten, weil weder der Vergleich der Verbraucherpreise, noch derjenige der Außenhandelspreise oder ein Stückkostenvergleich wirklich befriedigende Ergebnisse liefert. Die Auswirkungen des „Überschießens“ auf die Handels- oder Leistungsbilanz eines Landes können überdies von konjunkturellen und anderen Einflüssen überlagert werden. Schließlich besteht einige Unklarheit darüber, ob eine Kosten-Nutzen-Analyse das Bemühen wirklich rechtfertigen würde, solches „Überschießen“ des Wechselkurses zu verhindern. Bleibt ein „ungutes Gefühl“ und die Befürchtung, daß der Anstieg der Arbeitslosigkeit den Wunsch nach kompetitiver Abwertung in einzelnen Ländern wieder aufleben lassen könnte, nachdem dieser in den letzten Jahren vielfach dem Wunsch nach relativer Stärke des Wechselkurses als Instrument der internen Stabilitätspolitik gewichen war.

## V. Devisenmarktinterventionen der Bundesbank

Die Deutsche Bundesbank orientiert ihre Interventionspolitik am Dollarmarkt seit Jahren im wesentlichen an den für richtig erkannten Erfordernissen eines möglichst störungsfreien Marktgeschehens, das erratische Kursausschläge vermeidet und geordnete Marktverhältnisse gewährleistet. Dies hat zu gewissen Zeiten die völlige Abwesenheit vom Markt ermöglicht, wenn man von Dollaran- und -verkäufen absieht, die zum Zeitpunkt des mittäglichen Fixing vorgenommen werden, um die reibungslose Kursfindung innerhalb der dafür verfügbaren kurzen Zeitspanne zu erleichtern. Zu anderen Zeiten erreichten die Interventionen hohe Beträge selbst innerhalb von Tagen oder gar Stunden, weil das Kursgeschehen und die dafür als ursächlich erkannten Gegebenheiten ein nachdrücklicheres Eingreifen der Notenbank nahelegen mußte.

Wie stark die Bundesbank am Dollarmarkt interveniert hat, hing gelegentlich auch vom Verhalten anderer Währungsbehörden ab. So waren besonders ab November 1978 bis ins Frühjahr 1981 die amerikanischen Währungsbehörden stark am Dollar/D-Mark-Markt tätig, in einer ersten Phase, um den Dollar durch Einsatz der von der Bundesbank und durch Unterbringung der sog. Carter-Notes und -Bonds bei von



deutschen Anlegern erhaltenen beträchtlichen D-Mark-Beträge zu stützen, in einer zweiten Phase dann, um die zum Ausgleich der aufgenommenen D-Mark-Kredite erforderlichen Beträge wieder anzukaufen. Zu bestimmten Zeiten hat auch die Intervention von Partnernotenbanken im EWS in D-Mark indirekt am Dollar/D-Mark-Markt zu Entwicklungen beigetragen, die dann die Bundesbank ihrerseits zu Dollar-Interventionen veranlaßte. Eine solche Situation ergab sich beispielsweise im Frühjahr 1981, als die Bank von Frankreich den Franc durch D-Mark-Abgaben innerhalb der EWS-Bandbreite kräftig stützte und dadurch zusätzlichen Druck auf den Dollarkurs der D-Mark ausübte.

Dieses Beispiel macht zugleich deutlich, daß die D-Mark auch im EWS nicht nur bei Interventionen an den obligatorischen Interventionspunkten gegenüber anderen Partnerwährungen zum Einsatz kommt, sondern häufig auch dann, wenn andere Notenbanken Veranlassung sehen, ihren Wechselkurs durch sog. „intra-marginale Interventionen“ im EWS zu beeinflussen. Die D-Mark ist hierfür aus ähnlichen Gründen die bevorzugte Interventionswährung, wie sie für den US-Dollar im größeren Rahmen des internationalen Währungssystems gelten. Die EG-Länder haben inzwischen wie andere Länder auch Bestände in D-Mark aufgebaut oder sie können sich D-Mark auf verschiedenen Wegen zusätzlich beschaffen, nicht zuletzt durch die Mittelaufnahme an den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten. Die Bundesbank hat den Anliegen ihrer Partnerländer immer dann entsprochen, wenn diese mit ihren eigenen Vorstellungen vom Wechselkursgeschehen nicht in deutlichem Widerspruch standen und die nationale Geldpolitik dadurch nicht in unzulässiger Weise tangiert wurde.

Das interventionspolitische Verhalten der Bundesbank ist ganz allgemein gesehen von größerer Skepsis gegenüber damit erzielbaren Kurswirkungen geprägt, als dies in vielen anderen Ländern der Fall ist, von denen nicht wenige den Interventionen der Notenbank eine sehr entscheidende Rolle für die Wechselkursgestaltung zumessen. Dies kommt immer wieder in den Diskussionen über Wert und Unwert technischer Verfeinerungen der Interventionsmechanismen im EWS zum Ausdruck. Bei aller an der Erfahrung vieler Jahre genährten Skepsis ist die Bundesbank andererseits überzeugt, daß die völlige Abwesenheit der Notenbank vom Devisenmarktgeschehen aus vielen Gründen nicht wünschenswert ist. Die Notenbank ist ein sehr potenter Marktpartner, dessen Eingreifen in den Markt als Signal wohlverstanden wird, wenn die übrigen Signale im Bereich der Geldmengensteuerung, der Zinsgestaltung u. a. in die gleiche Richtung weisen. Interventionen werden allerdings verpuffen und können sogar eine den Absichten der Notenbank entgegengesetzte Wirkung haben, wenn dieser Gleichklang nicht gegeben ist oder Anlaß besteht, die Signale mißzuverstehen.

Im allgemeinen beschränkt sich die Bundesbank darauf, am Devisenkassamarkt zu intervenieren, indem sie Dollars oder die Währungen der am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder kauft oder verkauft. Gelegentlich interveniert die Bundesbank indes auch am Terminmarkt. So hat sie seit über zwei Jahren in nicht unerheblichem Umfang „outright“ Dollar per Termin verkauft mit dem Ziel, die D-Mark auf diese Weise zu stützen. Termin-Interventionen bevorzugt die Bundesbank immer dann, wenn es darum geht, die Reserve- und Liquiditätswirkungen der Intervention in die Zukunft zu verlagern, gleichwohl aber eine Wirkung auf den Wechselkurs zu erzielen. Diese Wirkung auf den Kassakurs tritt allerdings nur ein, wenn die Partnerbank des Termingeschäfts ihr Währungsrisiko aus dem Termingeschäft mit der Bundesbank durch ein entsprechendes Deckungsgeschäft per Kasse ausgleicht. In aller Regel ist dies der Fall, da jede Bank ihr Risiko aus offenen Devisenpositionen gering zu halten trachtet und bei uns auch entsprechende Grundsätze des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen beachtet werden müssen. Im Falle von Dollar-Terminverkäufen an ein Kreditinstitut heißt das, daß dieses Kreditinstitut im Gegenzug zur Deckung der offenen Devisenterminposition einen Dollar-kredit aufnimmt und diese Dollar per Kasse verkauft, was ebenso wie eine Kassa-Intervention der Bundesbank wirkt.

Außer durch eigene Interventionsgeschäfte kann die Bundesbank auch auf andere Weise direkt Einfluß auf den Devisenmarkt nehmen, indem sie Devisengeschäfte für andere öffentliche Stellen als „fiscal agent“ durchführt und entsprechend ihren Erfordernissen je nach Situation über den Devisenmarkt leitet oder zu Gunsten bzw. zu Lasten ihrer Währungsreserven unmittelbar abwickelt. Wenngleich es sich bei Eigengeschäften nicht eigentlich um Interventionsgeschäfte handelt, muß man sie wegen ihrer indirekten Kurswirkungen diesen gleichstellen.

Außer den wechselkursorientierten Interventionen hat die Bundesbank zur Beeinflussung des Geldmarktes und der Bankenliquidität seit 1979 in erheblichem Umfang Devisenswap- und sog. Devisenpensionsgeschäfte abgeschlossen. 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.

Swappeschäfte sind ihrer Natur nach Geldmarktgeschäfte. Bei Liquiditätsanreichernden Swappeschäften 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-Swappeschäftes bedienen. Letztlich läuft dies auf eine Dollar-kreditaufnahme 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 Dollar-nachfrage 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 Devisenswapgeschäfte 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 Devisenswapgeschäfte 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 bereits seit geraumer Zeit die Technik der Devisenswapgeschäfte entwickelt, mit der sie die Auflösung ihrer Dollar-Anlagen



und damit auch Rückwirkungen auf den amerikanischen Geldmarkt vermeiden. Den Kreditinstituten, die zum Abschluß solcher Liquiditätsabsorbierender Geschäfte bereit sind, wird lediglich der Herausgabeanspruch auf einen entsprechenden Betrag der in den Vereinigten Staaten angelegten Dollar-Anlagen 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 Devisenswap- 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 kaum aus, jedenfalls keine anderen Wirkungen, wie sie mit jeder Liquiditätsbeeinflussenden Maßnahme verbunden sind.

## VI. Schlußfolgerungen

Die Wechselkurse waren in letzter Zeit zunehmenden Schwankungen unterworfen. Dabei sind die längerfristigen Wechselkurstendenzen verstärkt durch heftige kurzfristige Kursausschläge überlagert worden. Über die von internationalen Preis- und Kostenunterschieden bestimmten Tendenzen hinaus gewannen mehrere sich rasch wandelnde Einflüsse für die Wechselkursentwicklung erhebliches Gewicht, darunter vor allem ein sich ständig änderndes Zinsgefälle zwischen den Vereinigten Staaten und den übrigen Ländern. Häufig sich ändernde Wechselkurserwartungen traten als Faktor der Instabilität immer stärker hervor und machen die Geld- und Kapitalbewegungen zu einem eigenständigen, von den realen Einflüssen weitgehend unabhängigen Einflußfaktor.

Eine größere Beweglichkeit der Wechselkurse ist unter den gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Verhältnissen bei großen Zahlungsbilanzungleichgewichten und erheblichen Inflationsdifferenzen kaum vermeidbar und auch notwendig. Ohne sie könnte es an den Devisenmärkten zu erheblichen Spannungen kommen. Allerdings kann ein allzu häufiges und allzu ausgeprägtes Auf und Ab der Wechselkurse für

die einzelnen Volkswirtschaften und die internationalen Wirtschaftsbeziehungen abträglich sein. Ob die beobachtete Instabilität der Wechselkurse per Saldo tatsächlich nachteilige Wirkungen auf Außenhandel, Wirtschaftswachstum und allgemeine Wohlfahrt hat, wird durchaus unterschiedlich beurteilt; an überzeugendem Beweismaterial fehlt es dazu. Weitgehend einig ist man sich allerdings darüber, daß die kurzfristigen Schwankungen der Wechselkurse als funktionslos und damit unnötig gelten können.

Interventionen der Zentralbanken haben keine grundlegende Beruhigung an den Devisenmärkten erreichen können. In jüngster Zeit mag dies vielleicht auch auf das Abseitsstehen der Vereinigten Staaten zurückzuführen sein, ohne deren aktive Mitwirkung Dollarinterventionen dem Markt weniger überzeugend erscheinen und deshalb nach Ansicht mancher Marktteilnehmer an Wirksamkeit einbüßen können. Vor allem aber ist erneut deutlich geworden, daß mit Devisenmarktinterventionen nur wenig gegen zinsbedingte Wechselkurswirkungen auszurichten ist, zumal wenn Rückwirkungen der Devisenmarkt Eingriffe auf die eigene Liquiditäts- und Zinsentwicklung nicht hingenommen werden. Nicht nur die Höhe, sondern hauptsächlich die starken Schwankungen des Dollarzinsniveaus haben es den europäischen Ländern und Japan allerdings erheblich erschwert, ihre Interventionspolitik eng aufeinander abzustimmen und mit der eigenen Geld- und Kreditpolitik zu verzahnen.

Als Ausweg aus dem gegenwärtigen Dilemma stark schwankender Wechselkurse und der sie mitverursachenden erheblichen Zinsbewegungen bietet sich vor allem ein Konsens über die Ziele der Wirtschaftspolitik und eine bessere internationale Koordinierung der Geld- und Kreditpolitik an, wenn dies auch nicht einfach ist. Zudem haben gewisse Unterschiede in den gehandhabten geldpolitischen Methoden einiger Länder zusätzliche Erschwernisse geschaffen. Für ein besseres Funktionieren des Wechselkurssystems erscheint es deshalb unerläßlich, daß alle wichtigen Länder eine glaubwürdige und gradlinige stabilitätsorientierte Geldpolitik betreiben, die für Devisenmärkte möglichst gut erkennbar ist und so die Erwartungen stabilisieren hilft. Dies gilt in erster Linie für die großen Industrieländer, unter denen die Vereinigten Staaten die führende Position einnehmen. Insbesondere sollten die verschieden großen und außenwirtschaftlich unterschiedlich intensiv verflochtenen Länder mehr gegenseitige Rücksichtnahme üben. In diesem Rahmen könnte dann auch wieder ein Mindestmaß an Zusammenarbeit an den Devisenmärkten diesseits und jenseits des Atlantik seinen Platz haben.

### **Zusammenfassung**

In letzter Zeit sind die längerfristigen Wechselkurstendenzen verstärkt durch heftige kurzfristige Kursausschläge überlagert worden. Neben Preis- und Kostenunterschieden traten Zinsdifferenzen und sich ändernde Wechselkurserwartungen als Faktoren der Instabilität immer stärker hervor. Angesichts großer Zahlungsbilanzungleichgewichte und Inflationsdifferenzen ist eine größere Beweglichkeit der Wechselkurse durchaus erforderlich. Allerdings werden die übergroßen kurzfristigen Wechselkursschwankungen weitgehend als funktionslos und damit unnötig betrachtet. Für ein besseres Funktionieren des Wechselkurssystems erscheint es unerlässlich, daß alle wichtigen Länder eine glaubwürdige und gradlinige stabilitätsorientierte Geldpolitik betreiben, die von einer gleichgerichteten Finanz- und Wirtschaftspolitik begleitet wird. Eine bessere internationale Koordinierung der geld- und wirtschaftspolitischen Ziele und Wege würde an den Devisenmärkten die Erwartungen stabilisieren helfen und damit die Wechselkursfluktuationen vermindern.

### **Summary**

Of late, longer-term exchange rate trends have been more and more obscured by erratic short-term fluctuations. In addition to price and cost divergences interest rate differentials and changing exchange rate expectations have been increasingly significant factors causing instability. In view of large balance of payments disequilibria and inflation rate differentials greater flexibility of exchange rates is no doubt required. But the unduly large short-term exchange rate fluctuations are widely regarded as having no specific function and therefore being unnecessary. For a better functioning of the exchange rate system it seems essential that all major countries conduct a credible and straightforward stability-oriented monetary policy which is accompanied by a co-ordinated fiscal and economic policy. Better international co-ordination of monetary and economic objectives and means would help to stabilise expectations in the exchange markets and thus reduce exchange rate fluctuations.