

1. EINLEITUNG

„The disappearing dollar“ ist der Titel einer aktuellen Ausgabe des *Economist*, in der die Hintergründe des Verfalls des Dollarwechsellkurses seit Anfang 2002 beleuchtet werden.¹ Neben der Behandlung spezifischer Themen wie den Haushalts- und Leistungsbilanzdefiziten der USA wird auch die Frage gestellt, wie sich ein weiterer Kursverfall auf das Weltfinanzsystem mittelfristig auswirken könnte. Diese Diskussion über die Stärke und Rolle der Leitwährung erinnert deutlich an die Fragestellungen, denen sich Zentralbanken auch Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre stellen mußten, d. h. in der Endphase des Fixwechsellkurssystems von Bretton Woods.² Obwohl der Hinweis auf die Relevanz wirtschaftshistorischer Forschung bisweilen als Ausdruck eines (unnötigen) Legitimationsbedürfnisses angesehen wird, soll der aktuelle Bezug hier dennoch hergestellt und begründet werden.

Der Zeitraum 1959 bis 1969 war die Blütezeit des Systems von Bretton Woods, d. h. des einzigen globalen Fixwechsellkurssystems der Nachkriegszeit, wobei sich „Blütezeit“ auf zwei verschiedene Aspekte bezieht. Zum einen sind damit die makroökonomischen Erfolge, wie kontinuierliches Wirtschaftswachstum, geringe Arbeitslosigkeit und (gemessen an den Erfahrungen der siebziger Jahre) niedrige Inflationsraten, gemeint.³ Zum anderen – und dies ist im Kontext der Arbeit der wichtigere Aspekt – waren die Jahre 1959 bis 1969 die Periode, in der das System von Bretton Woods am besten funktionierte. Seit 1959 waren die wichtigsten europäischen Währungen konvertibel gegenüber dem Dollar,⁴ so daß erst von diesem Jahr an das Wechsellkurssystem den vollen Belastungen standhalten mußte. Die Wahl des Jahres 1969 als Ende des Untersuchungszeitraums kann mit den deutschen und französischen Währungskrisen begründet werden, die in diesem Jahr Paritätsänderungen

¹Vgl. o. V. 2004: 71ff.

²Für eine aktuelle Sicht von Bretton Woods anlässlich des 60. Jahrestages der Konferenz vgl. z. B. Stark 2004 und Piper 2004. Eine Einordnung von Bretton Woods in die Finanzgeschichte des 20. Jahrhunderts findet sich z. B. bei Flandreau und James 2003.

³Vgl. z. B. Bordo 1993: 27f.

⁴Zur Unterscheidung zwischen der De-jure-Konvertibilität, die Ende 1958 eingeführt wurde, und der schon zuvor bestehenden De-facto-Konvertibilität vgl. Abschnitt 5.2.

erzwangen und die grundlegenden Probleme des Systems offenbarten.⁵ Obwohl natürlich Unterschiede zur heutigen Situation bestehen, stellt somit das Bretton Woods System der sechziger Jahre das *Best-practice*-Beispiel eines globalen Fixwechselkursregimes für die Nachkriegszeit dar, an dem sich aktuelle Erwartungen orientieren können.

Gleichzeitig war das System – wie schon der im Vergleich zum Goldstandard kurze Zeitraum belegt – auch in seiner Blütezeit nicht so perfekt, daß es nicht Lehrbeispiele für den Umgang mit währungspolitischen Problemen bieten würde. Hierzu gehört die Frage des globalen Liquiditätsmangels und seiner Bewältigung. Auf lokaler Ebene ist die Herausbildung permanenter Zahlungsbilanzungleichgewichte zu nennen, die ein Zeichen für die asymmetrische Verteilung des Anpassungsdrucks waren. Diese Mängel des Systems führten u. a. 1961, 1964, 1967 und insbesondere 1968 und 1969 zu Währungskrisen. Für die Notenbanken ergaben sich aufgrund der Regeln des Systems wiederholt Zwangslagen, in denen sie zwischen verschiedenen konkurrierenden Zielen wählen mußten. Daher sind einige der Probleme dieser Jahre in Form von Dilemmata formuliert worden, so z. B. das Triffin-Dilemma oder das Zinsdilemma der Notenbanken.

Das Ziel der Arbeit ist es zu analysieren, inwieweit diese Dilemmata durch die Notenbankpolitik gemildert wurden. Die These der Arbeit lautet, daß die Swappolitik in verschiedenen Bereichen hierzu einen wichtigen Beitrag leisten konnte. Scheinbar handelt es sich beim Swap, also der Kombination von Devisengeschäften auf dem Kassa- und auf dem Terminmarkt, lediglich um eine spezifische Variante der Devisenmarktintervention. Es wird jedoch zum einen gezeigt werden, daß der Swap als Instrument zur Beeinflussung der Binnenliquidität eine größere Bedeutung hatte als die ihm in der Literatur zuerkannte. Zum anderen wird illustriert werden, welche wichtige Rolle der Swap in der internationalen Kooperation der Zentralbanken spielte. Auf der Basis der Unterlagen des Historischen Archivs der Deutschen Bundesbank und anderer Zentralbanken soll die Frage untersucht werden, ob die Kombination der Swappolitik als binnenwirtschaftliches Instrument und als Mittel

⁵Obwohl das Ende von Bretton Woods oft erst mit der Aufhebung der Goldeinlöschungspflicht im August 1971 datiert wird, erscheint die hier gewählte Periodisierung legitim, wenn es darum geht, einen Zeitraum zu analysieren, in dem das System die sich selbst auferlegten Bedingungen erfüllte. Andere Autoren sehen noch kürzere Zeiträume, z. B. 1959 – 1967, d. h. bis zur Spaltung des Goldpreises, als die Blütezeit des Systems an, vgl. Bordo 1993: 49f.

der internationalen Kooperation dazu hätte beitragen können, die Dilemmata von Bretton Woods aufzuheben oder zumindest zu mildern.

Im folgenden Abschnitt wird ein kurzer Überblick über die Entwicklung von Bretton Woods in den sechziger Jahren gegeben, in dem die verschiedenen Dilemmata herausgearbeitet werden. Die These von der Swappolitik als möglichem Ausweg wird in Abschnitt 1.2 vorgestellt, und im letzten Abschnitt wird erläutert, wie diese überprüft werden soll.

1.1 Die Dilemmata der Geldpolitik im System von Bretton Woods: die Bundesrepublik, Großbritannien und die USA

Der Übergang zur Konvertibilität gegenüber dem US-Dollar Ende 1958 bedeutete für die wichtigsten europäischen Länder das Ende eines langen Weges des wirtschaftlichen Wiederaufbaus.⁶ Zwischen 1950 und Ende 1958 wurde der Großteil des westeuropäischen Zahlungsverkehrs über die Europäische Zahlungsunion (EZU) abgewickelt, in der sich die Mitglieder zur Förderung des Handels gegenseitig Kreditlinien bei fixen Wechselkursen einräumten. Während dieses Zeitraums wurden die wirtschaftlichen Unterschiede zu den USA für so fundamental gehalten, daß sie zwingend zu Zahlungsbilanzungleichgewichten geführt hätten und deshalb eine Konvertibilität gegenüber dem Dollar für unmöglich gehalten wurde.⁷ Mit der Auflösung der EZU, die durch das Europäische Währungsabkommen (EWA) als Nachfolgeorganisation ersetzt wurde, nahmen die Industrienationen Westeuropas uneingeschränkt am Fixwechselkurssystem von Bretton Woods teil, in dem die Paritäten im Verhältnis zum US-Dollar festgelegt waren. Letzterer war wiederum in Relation zum Gold definiert. Im Gegensatz zum klassischen Goldstandard waren in diesem Dollar-Gold-Standard Vorkehrungen für den Fall eines „fundamentalen Ungleichgewichts“ getroffen worden. In Abstimmung mit dem IWF war eine Änderung der Parität zur Beseitigung solcher Ungleichgewichte möglich.⁸

Jedoch war die Freude über den wiedererlangten Status vollkonvertierbarer Währungen nur von kurzer Dauer. Das erste besorgniserregende Zeichen war die

⁶Bei den Ländern handelte es sich um Großbritannien, Deutschland, Frankreich, Italien, Belgien, die Niederlande und Luxemburg, vgl. Schleiminger 1959: 544 sowie Kaplan und Schleiminger 1989.

⁷Vgl. z. B. Bernard 1953: 276f. Die Gültigkeit dieser Begründung, insbesondere nach 1955, kann diskutiert werden, vgl. Bordo 1993: 28ff.

Goldspekulation im Oktober 1960, welche den Goldpreis in London deutlich über den offiziellen Preis von 35 US-\$ pro Feinunze trieb.⁹ Auf lokaler Ebene zeigten sich ebenfalls Probleme, so geriet die D-Mark 1960 unter erheblichen Aufwertungsdruck. Die Bundesbank versuchte zwar, die zufließende Liquidität durch Zinserhöhungen zu kompensieren, mußte jedoch bald erkennen, daß ein solches Vorgehen nur einen Anreiz für weitere Geldimporte schuf.¹⁰ Letztendlich wurde die D-Mark im März 1961 aufgewertet – die erste große Krise für das Bretton Woods System, da sich die Spekulation auch nach der Aufwertung für einige Wochen fortsetzte.

Diese ersten Warnsignale wiesen auf eine Reihe von grundlegenden Problemen hin, die das Weltwährungssystem auch in den folgenden Jahren beschäftigen sollten. Zum einen waren signifikante Inflationsdifferenzen, z. B. zwischen der BRD und Großbritannien, schon seit Anfang der fünfziger Jahre zu beobachten. Diese setzten sich auch nach 1959 fort und führten zu relativen Unter- und Überbewertungen der Währungen.¹¹ Diese Ungleichgewichte waren zwingenderweise auch im realwirtschaftlichen Sektor zu beobachten. So wies z. B. die bundesdeutsche Leistungsbilanz deutliche Überschüsse aus.¹² Diese Zahlungsbilanzungleichgewichte blieben wiederum nicht ohne Auswirkung auf die Kurse, die in engen Bandbreiten ($\pm 1\%$) um die Paritäten gegenüber dem Dollar schwanken konnten.¹³ Aufgrund der angedeuteten eingeschränkten Wirksamkeit der Leitzinspolitik, des sogenannten Zinsdilemmas, schienen die Einflußmöglichkeiten der Notenbanken begrenzt. Die angesichts der Gesamtsituation immer wieder auftretenden Auf- oder Abwertungspekulationen wurden dabei durch die zunehmende Finanzmarktintegration und erhöhte Kapitalmobilität verstärkt.¹⁴

Die Ungleichgewichte zwischen den Ländern wurden auch durch die Insuffizienzen des Wechselkurssystems auf globaler Ebene verschärft. Die erwähnte Goldspekulation war letztlich auf die im Verhältnis zur Liquiditätsnachfrage langfristig

⁸Des Weiteren waren auch Beistandskredite mit Auflagen für die Schuldnerländer vorgesehen. Vgl. Jarchow und Rühmann 1993: 118 und Abschnitt 2.1.1.

⁹Vgl. Bordo 1993: 69ff.

¹⁰Vgl. z. B. Gilbert 1963: 177f.

¹¹Vgl. Schaubild 3–15.

¹²Vgl. z. B. Schaubild 3–3.

¹³D. h. zwischen den Nicht-Dollar-Währungen war eine Wechselkursverschiebung von maximal 4 % ohne Paritätsänderung erlaubt.

¹⁴Ein Beispiel für die zunehmende Finanzmarktintegration war die Entwicklung des Euro-Dollar-Marktes, vgl. Altman 1963.

unzureichenden Goldreserven der USA zurückzuführen.¹⁵ Die problematische Verbindung von Goldreserven und internationaler Liquidität ist im Triffin-Dilemma formuliert: Entweder stellen die USA auf dem Weg der Zahlungsbilanzdefizite der Weltwirtschaft zusätzliche Liquidität zur Verfügung, wobei die abnehmende Golddeckung des Dollars die Akzeptanz desselben gefährdet. Oder es entsteht eine sich verschärfende Liquiditätsknappheit.¹⁶

Die akademische und öffentliche Diskussion darüber hat insbesondere in der ersten Hälfte der sechziger Jahre einen breiten Raum eingenommen. Eine Zahl von Reformplänen wurde debattiert und zum Teil durchgeführt. Während die Schaffung eines neuen, nicht an Gold gebundenen Reservemediums bis 1969 dauerte, wurden andere Reformen, die die kurzfristige Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten erleichterten, schneller durchgeführt. Hierzu gehörten seit 1961 u. a. die Allgemeine Kreditvereinbarung (AKV) und der Aufbau eines bilateralen Swapnetzwerkes ausgehend von der Federal Reserve Bank of New York.¹⁷

Trotz dieser Bemühungen setzte sich die Krise auch während der Mitte der sechziger Jahre fort. So war das britische Pfund zwischen Herbst 1964 und 1967 fast permanent unter Abwertungsdruck. Da das Pfund trotz der abnehmenden wirtschaftlichen Bedeutung Großbritanniens immer noch als die weltweit zweitwichtigste Reservewährung galt, war die Bereitschaft anderer Zentralbanken, die Bank of England zu unterstützen, groß – im Falle einer Abwertung wurde ein Dominoeffekt mit negativen Folgen für das gesamte Weltwährungssystem befürchtet. Dennoch konnte die Abwertung des Pfundes letztendlich nicht verhindert werden; sie erfolgte im November 1967.¹⁸

Obwohl Bretton Woods diesen Schock überlebte, war dem System keine lange Erholungspause gegönnt. Die politischen Ereignisse des Jahres 1968 schwächten den französischen Franc und führten spiegelbildlich zu Aufwertungsspekulationen bezüglich der D-Mark-Parität. Der Höhepunkt der währungspolitischen Krisen des Jahres 1968 war die Bonner Konferenz im November, in deren Rahmen ein geordnetes *Realignement* vereinbart werden sollte – jedoch ohne Erfolg. Während der Spekulationswellen im Herbst 1968 und im Frühjahr 1969 sah sich die Bundesbank wieder

¹⁵Vgl. Schaubild 4-4 zur Entwicklung der US-Goldreserven und Abschnitt 2.1.2 für eine theoretische Erläuterung des Triffin-Dilemmas.

¹⁶Vgl. Bordo 1993: 61ff. und Triffin 1960.

¹⁷Vgl. z. B. James 1996: 161ff. und Coombs 1976: 69ff.

mit verschiedenen Ausprägungen des Zinsdilemmas konfrontiert. Sie versucht dies durch eine Reihe von Maßnahmen, wie z. B. Interventionen auf den Devisenmärkten oder spezielle Mindestreservebestimmungen, abzumildern.¹⁹ Trotz dieser Bemühungen mußten die Paritäten des französischen Francs und der D-Mark im August bzw. Oktober 1969 geändert werden. Obwohl diese Krisen die gravierenden Schwierigkeiten des Fixwechselkurssystems dramatisch illustrierten, hatte sich das System schon vorher – weniger spektakulär, aber nicht weniger bedeutsam – verändert. Die Golddeckung des Dollars war de facto seit 1966 eingeschränkt, und Bretton Woods hatte sich somit von einem Gold-Dollar-Standard zu einem reinen Dollar-Standard mit lediglich einer Pro-Forma-Goldbindung entwickelt.²⁰

So unterschiedlich auch die Krisen zwischen 1959 und 1969 waren, so traten zwei Aspekte doch immer wieder in Erscheinung: zum einen das unter dem Stichwort „Triffin-Dilemma“ zusammengefaßte globale Liquiditätsproblem. Das zweite Problem war der eingeschränkte Handlungsspielraum der Notenbanken z. B. hinsichtlich der Leitzinspolitik, der hier mit „Zinsdilemma“ beschrieben worden ist. Im folgenden Abschnitt wird die These aufgestellt, daß beide Dilemmata durch Devisenmarktinterventionen, insbesondere in Form des Swaps, hätten gemildert werden können.

1.2 Swappolitik als Ausweg?

In seinem Buch *Forward exchange speculation, and the international flow of capital* stellt Herbert Grubel eine Theorie der Devisenmärkte vor und analysiert, welche Einflußmöglichkeiten die Notenbankpolitik in diesem Bereich haben kann. Obwohl Grubels Studie schon wegen der Klarheit der Darstellung und des Versuchs, Theorie und Empirie zu verbinden, lesenswert ist, sind es seine Schlußfolgerungen, die sie aus der Vielzahl der Veröffentlichungen herausheben. In einer für den wissenschaftlichen Kontext ungewöhnlich deutlichen Weise teilt Grubel dem Leser seine optimistische Einschätzung der Möglichkeiten der Devisenterminpolitik mit:²¹

¹⁸Vgl. Cairncross und Eichengreen 1983 und Abschnitt 4.3.

¹⁹Vgl. Abschnitt 3.4.

²⁰Vgl. Bordo 1993: 59 und 73f. sowie Gilbert 1968.

²¹Grubel macht insofern Einschränkungen („caveats“), als er darauf hinweist, daß seine Einschätzung – wenn man den Inhalt und Kontext des Buches nicht kennt – als leichtfertig und unverantwortlich („frivolous and irresponsible“) angesehen werden könnte, vgl. Grubel 1966: 160.

With these caveats in mind I am willing to argue that forward exchange policy is a potent and useful tool in the preserve of officials responsible for the orderly functioning of the international monetary system. Exercising the policy can reverse or neutralize short-term capital flows by creating profitable investment opportunities – free of exchange risk to the asset holder – that produce counterflows of direction and magnitude dictated by the policy objectives of the moment. In principle, the exercise of the policy is discreet, quick, and immediately effective. The policy can be applied in large or small doses, and can be reversed or eliminated, without great difficulty. Because of these attributes it is vastly superior to the unwieldy direct control of capital movements, and also to changes in the discount rate, which may be undesirable from the point of view of domestic price and employment objectives.

Dieser Optimismus ist nicht untypisch für die erste Hälfte der sechziger Jahre, als der Einsatz von Devisentermininstrumenten im internationalen Kontext noch ein Novum darstellte.²² So erfolgte der Durchbruch des Swaps als eine Form der Devisenterminmarktintervention erst nach der Währungskrise von 1961 und wurde durch den Abschluß der bilateralen Swapabkommen ab 1962 wirklich legitimiert. Die Erwartungen bezogen sich – wie Grubel schildert – auf die Möglichkeit, kurzfristige Kapitalströme zu beeinflussen, dieses pragmatisch und schnell entscheiden zu können und so ein wirkungsvolleres Instrument zur Verfügung zu haben als die klassische Leitzinspolitik.

Obwohl die verschiedenen Maßnahmen unter dem etwas umständlichen Begriff „Devisenterminmarktpolitik“ zusammengefaßt werden können, soll das Swapinstrument hier exakter definiert werden, da die Verwechslung zweier verwandter, aber dennoch verschiedener Aspekte später irritieren könnte. Zum einen wird mit Swap oder genauer Swapsatzpolitik die Praxis einer Notenbank bezeichnet, durch Kurssicherungs geschäfte mit Kreditinstituten kurzfristige Zahlungsströme zu beeinflussen. Hierbei erklärt sich die Wahl des Swapinstruments u. a. aus dem Kontext des geschilderten Zinsdilemmas.

Zum zweiten wird mit Swap oder genauer einem Swapabkommen eine Fazilität beschrieben, die sich z. B. zwei Zentralbanken gegenseitig einräumen. Der entschei-

²²Grubels Buch ist zwar erst 1966 erschienen, beruht aber auf einer Anzahl früherer Artikel, vgl. Grubel 1963b, 1963c und 1965.

dende Vorteil des Swaps in der internationalen Kooperation ist institutioneller Art, so z. B. daß Swapfazilitäten auf Stand-by-Basis arrangiert werden können. Obwohl somit in beiden Bereichen – Swapgeschäfte mit Kreditinstituten und Swapabkommen zwischen Zentralbanken – rein technisch gesehen dasselbe Instrument zum Einsatz kommt, sind die Gründe für die Wahl des Instruments sehr verschieden.²³

Neben den angedeuteten Vorteilen des Swaps aus theoretischer Sicht gibt es eine Reihe anderer Gründe, warum dieses Instrument eine wichtige Rolle spielte und vielleicht eine noch wichtigere hätte spielen können. Erstens ist die rasant zunehmende Integration der Finanzmärkte, insbesondere nach Einführung der De-jure-Konvertibilität für die wichtigsten europäischen Währungen Anfang 1959, zu nennen. Paul Einzig wies 1960 darauf hin, daß die Devisenterminmärkte der sechziger Jahre nur noch wenig mit den Märkten der Zwischenkriegsperiode gemeinsam hätten, die er in seiner klassischen Studie 1937 beschrieben hatte.²⁴ In gewisser Weise stellten die Devisenterminmärkte und andere Innovationen wie der Euro-Dollar-Markt somit das Problem und gleichzeitig dessen mögliche Lösung dar. Die problematischen Aspekte der höheren Kapitalmobilität konnten aus Sicht der Zentralbanken am besten auf den Märkten bekämpft werden, auf denen sie entstanden. Somit mußte das Schwergewicht der Interventionen von den heimischen auf die internationalen Märkte verlegt werden.

Daß die internationalen Devisenterminmärkte nicht nur als mögliche, sondern auch als erfolgversprechende Ansatzpunkte gesehen wurden, läßt sich anhand des Optimismus der Zentralbanken und internationaler Gremien belegen. Insbesondere in der Anfangsphase der internationalen Kooperation sahen Notenbanker wie Charles Coombs, der für die Devisenoperationen der Federal Reserve Bank of New York verantwortlich war, erhebliches Potential zur Stabilisierung des internationalen Wechselkurssystems. In seinen Memoiren *The arena of international finance* verweist Coombs auf einen Bericht der Finanzminister der Group of Ten vom August 1964, in dem sich folgende Einschätzung findet:

... these demonstrations of close central bank cooperation are themselves an effective deterrent to speculative movements. Their informality, speed and flexi-

²³Mit Einschränkungen findet sich diese Unterscheidung in der Teilung des empirischen Teils in Kapitel 3 und 4 wieder.

²⁴Vgl. Einzig 1960 und Einzig 1937.

bility make them especially suitable as a first – and short-term – defense against sudden balance of payments pressures. Over the past several years, they have mobilized massive resources in a short time to combat and limit speculative and crisis situations.²⁵

Schließlich sei auf die wissenschaftliche Diskussion verwiesen, in der die Rolle der Devisenmärkte und der internationalen Kooperation immer wieder Erwähnung findet. Barry Eichengreen z. B. ist erstaunt, daß Bretton Woods trotz der – seiner Ansicht nach – grundlegenden Fehler solange überlebt hat und erklärt dies mit dem hohen Grad internationaler Kooperation, wozu natürlich auch die auf den Devisenterminmärkten gehörte.²⁶ Carl-Ludwig Holtfrerich wirft in seiner Studie über die Bundesbankpolitik in der Zeit fester Wechselkurse die Frage auf, warum das Swapinstrument nicht schon früher, d. h. vor 1959, und massiv zur Erweiterung des Handlungsspielraums eingesetzt worden ist.²⁷

Die Frage, ob die Swappolitik in ihren verschiedenen Funktionen einen Ausweg aus den Dilemma von Bretton Woods gewesen wäre, kann nunmehr als These verstanden werden, die es in der Arbeit zu überprüfen gilt. Im folgenden werden einige Indikatoren beschrieben, die die Swappolitik erfüllen müßte, um als „Ausweg“ gelten zu können. Obwohl diese nicht als Erfolgsindikatoren verstanden werden sollen, die am Ende der Arbeit abgehakt und aufsummiert werden können, so dienen sie doch als zu prüfende Leitfragen.

Die erste Bedingung, die die Swappolitik erfüllen muß, ist der Einsatz in einem signifikanten Umfang, wobei sich sofort die Frage nach der Definition eines solchen Signifikanzniveaus stellt. Bei den internationalen Swapabkommen kann die Inanspruchnahme z. B. mit den Währungsreserven des Landes verglichen werden, dessen Wechselkurs stabilisiert werden soll. Bei Swapgeschäften einer Zentralbank mit inländischen Kreditinstituten kann die Höhe des Swapengagements im Verhältnis zu den Liquiditätsreserven der Banken beurteilt werden. Hierbei ist jeweils der gesamte Untersuchungszeitraum von zehn Jahren in erheblich kürzere Perioden zu unterteilen, da die Swapengagements erheblichen Schwankungen unterworfen waren.

²⁵Vgl. Coombs 1976: 86.

²⁶Eichengreen 1998: 123f.

²⁷Holtfrerich 1998: 428; vgl. auch Abschnitt 5.2.

Ein zweite Frage muß sich damit beschäftigen, inwieweit dem Swap zufällig seine Rolle im notenbankpolitischen Instrumentarium zugewiesen worden ist oder ob es Funktionen gab, die nur vom Swapinstrument erfüllt werden konnten. Hierbei ist wiederum zwischen den Swapabkommen der Zentralbanken und den Swapgeschäften einer Zentralbank mit inländischen Banken zu unterscheiden.

Der dritte und in der kurzen Frist entscheidende Indikator ist, ob die notenbankpolitischen Ziele durch die Intervention an den Devisenmärkten erreicht worden sind. Diese Ziele können vielgestaltig sein und von der Aufhebung des Zinsdilemmas über die Manipulation von Terminkursen bis zur Abwehr von Spekulationswellen reichen. Hierbei ist besonders zu beachten, ob nur ein temporaler oder wirklich kausaler Zusammenhang zwischen der Intervention und der Veränderung am Devisenmarkt besteht.

Diese Analyse leitet zur generellen Frage über, inwieweit die Swapinterventionen die Möglichkeiten boten, die Märkte zu beeinflussen, wobei zwei Fälle zu unterscheiden sind. Zum einen der einfachere, in dem die Zentralbanken versuchen, durch direkte Ankündigung und entsprechende Interventionen das Marktgeschehen als auch die Erwartungen zu beeinflussen und zum anderen, wenn die Zentralbanken zwar auch versuchen, die Marktentwicklung zu steuern, ohne jedoch z. B. die Höhe der Interventionen preiszugeben.

Das fünfte und letzte Kriterium, welches am schwierigsten zu beurteilen sein wird, beschäftigt sich mit der Ausgangsfrage, inwieweit die kurzfristigen Interventionen das Wechselkursystem langfristig stabilisieren konnten. Dabei müssen zwei Fragen unterschieden werden: zum einen, inwieweit die erfolgten Interventionen das System stabilisierten, und zum zweiten, ob umfangreichere Maßnahmen die Lebensdauer von Bretton Woods hätten verlängern können.

1.3 Stand der Sekundärliteratur und Möglichkeiten der Quellenforschung

Im ersten Teil dieses etwas längeren Abschnitts wird ein Überblick über den Stand der Sekundärliteratur zur Devisenterminpolitik in den sechziger Jahren gegeben. Hierbei soll herausgearbeitet werden, welche Themenbereiche aus heutiger Sicht ausbaufähig sind und damit besonderes Forschungsinteresse verdienen. Im zweiten

Teil wird zum einen dargelegt, welche dieser spezifischen Fragen durch die Untersuchung der Archivunterlagen der verschiedenen Zentralbanken (erwartungsgemäß) beantwortet werden können. Zum anderen soll gezeigt werden, welche prinzipiellen Vorteile und Möglichkeiten die Archivarbeit in diesem Kontext bietet, um zu vermeiden, daß das Thema allein durch die existierende Literatur definiert wird.

Dies erscheint um so wichtiger, als der Großteil sowohl der theoretischen als auch der empirischen Literatur aus der zweiten Hälfte der fünfziger und vor allem aus den sechziger Jahren stammt. Der entstehende Eindruck, daß der Umfang der Literatur die Bedeutung der Devisenterminmärkte und der notenbankpolitischen Interventionen widerspiegelt, ist jedoch nur teilweise korrekt. Richtig hierbei ist, daß das fehlende Interesse an Themen der Devisenterminpolitik z. B. in den siebziger Jahren plausibel dadurch erklärt werden kann, daß mit dem Zusammenbruch von Bretton Woods auch die notenbankpolitischen Dilemmata verschwanden, die zu lösen Aufgabe der Devisenterminpolitik war. Schwieriger zu interpretieren ist die Verteilung des Forschungsinteresses innerhalb des Zeitraums von ca. 1955 bis 1970. Obwohl der Großteil der theoretischen Studien in der ersten Hälfte der sechziger Jahre entstand, ist es interessant zu beobachten, daß sich die theoretische Forschung schon Ende der fünfziger Jahre relativ intensiv mit dem Thema der Devisenterminmarktinterventionen beschäftigte.

Die zeitliche Verteilung der empirischen Arbeiten ist ebenfalls bemerkenswert. Auch die Mehrzahl dieser wurde in der ersten Hälfte der sechziger Jahre (oder genauer bis 1966) erstellt, wobei dieses Interesse durch die Novität der notenbankpolitischen Aktivitäten auf diesen Märkten zu erklären ist. Schwieriger fällt es, zu begründen, warum sich die später entstandenen Studien, insbesondere diejenigen über die Politik der Bundesbank, entweder auf sehr allgemeine Darstellungen oder detaillierte Analysen der Probleme der Swappolitik beschränken, ohne jedoch die Bedeutung des Swapinstruments auch in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre deutlich werden zu lassen.

Die folgende detailliertere Diskussion der Literatur wird den empirischen Studien mehr Raum geben als den theoretischen, da erstere für die Fragestellung und die Archivarbeit von größerem Interesse sind. Jedoch sollte die Unterscheidung zwischen diesen Bereichen nicht als scharfe Trennung betrachtet werden – viele der Ar-

beiten kombinieren beide Aspekte –, sondern eher als Organisationsprinzip dieses Abschnitts.

Obwohl, wie erwähnt, das Interesse der Theoretiker an den Devisenmärkten und den möglichen Interventionen der Notenbanken in der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre zunahm, reichen die Grundlagen bis in die Zwischenkriegszeit zurück. Angeregt durch Keynes' Überlegungen zur Zinsparität wurde versucht, die Funktionsweise des Devisenkassa- und -terminmarkts exakter zu beschreiben.²⁸ Die umfassendste Studie dieser Zeit ist Einzig's *The theory of forward exchange*, die nicht nur versucht, die theoretischen Fragen zu untersuchen, sondern auch einen guten Überblick über die Praxis der Zentralbanken in der Zwischenkriegszeit gibt.²⁹

Eine der entscheidenden Publikationen, die die akademische Diskussion über das Thema Devisenterminmarkt nach dem Krieg wieder belebte, war Tsiang's Arbeit von 1959, die neben einer allgemeinen Darstellung der Devisenmärkte sich insbesondere mit der Angebotsfunktion von Arbitragefonds beschäftigt.³⁰ Aus der angeregten Debatte der späten fünfziger und frühen sechziger Jahre ging eine Reihe von Studien hervor, die die Prinzipien der Devisenmärkte, insbesondere die Zusammenhänge zwischen Kassa- und Terminmarkt, umfassend darstellen.³¹ Neben einer stark überarbeiteten Version von Einzig's Vorkriegsklassiker³² sind hier vor allem die Arbeiten von Oswald Braun und Herbert Grubel zu nennen.³³ Diese Studien bilden die Grundlage für die Diskussion der spezifischen Möglichkeiten der Notenbanken in diesem Bereich. Zu den Arbeiten, die sich hauptsächlich mit der Rolle der Notenbanken beschäftigt haben, gehören die von Jarchow und Schröder.³⁴ Weitere Darstellungen der theoretischen Aspekte finden sich auch in einem Teil der empirischen Arbeiten, die im folgenden genauer diskutiert werden.³⁵

²⁸Vgl. Keynes 1923: 115 – 139.

²⁹Vgl. Einzig 1937 und z. B. Kindelberger 1939.

³⁰Vgl. Tsiang 1959/60a. Für weitere Untersuchungen aus den späten fünfziger Jahren zu den Themen Wechselkurse, Zinsarbitrage und insbesondere Devisenterminmarkt vgl. u. a. Baumol 1957, Trued 1957, Jasay 1958b, Tsiang 1958, Hankel 1959 und Spraos 1959.

³¹Einen guten, wenn auch in Teilen übertrieben kritischen Überblick über die Literatur dieser Zeit gibt Neldner, vgl. insbesondere Neldner 1970: 21ff.

³²Vgl. Einzig 1967. Die erste Auflage der überarbeiteten Version erschien schon 1961.

³³Vgl. insbesondere Braun 1965 und Grubel 1966 sowie Grubel 1963a, Grubel 1963b, Grubel 1963c und Grubel 1965. Vgl. auch Schröder 1969. Eine gute Einordnung der speziellen Rolle der Devisenmärkte in den übergeordneten Kontext der Währungsordnung findet sich bei Sohmen 1973.

³⁴Vgl. Jarchow 1965 und Schröder 1972/73. Vgl. auch Hankel 1959.

³⁵Vgl. z. B. Ehrig 1973.

Am besten – und im jedem Fall am umfangreichsten – sind in der empirischen Literatur die währungspolitischen Hintergründe der Devisenterminmarktpolitik beschrieben. Neben den Publikationen, die das System von Bretton Woods in all seinen Facetten darstellen,³⁶ sei insbesondere auf die Arbeiten über das internationale Liquiditätsproblem³⁷ und über die Entwicklung und zunehmende Integration der Finanzmärkte verwiesen.³⁸

Die Literatur zu einem der Lösungsansätze für das Liquiditätsproblem, nämlich die verstärkte Kooperation zwischen den Zentralbanken, ist weniger umfangreich und vor allem analytisch weniger präzise. Insbesondere zu dem von der Federal Reserve Bank of New York initiierten Swapnetzwerk gibt es nur eine begrenzte Zahl von Arbeiten, die sich schon allein aufgrund des fehlenden zeitlichen Abstands darauf beschränken, die getroffenen Maßnahmen wiederzugeben.³⁹ Diese Sekundärliteratur kann durch die Memoiren beteiligter Notenbanken ergänzt werden. Neben den erwähnten Aufzeichnungen von Charles Coombs sind die (unveröffentlichten) Memoiren von Johannes Tüngeler, der für die Devisenoperationen der Bundesbank zuständig war, und der Klassiker *D-Mark, Dollar, Währungskrisen* von Otmar Emminger zu nennen, wobei letzterer eher die größeren währungspolitischen Zusammenhänge beschreibt.⁴⁰ Obwohl diese Darstellungen hilfreiche Details enthalten und einen guten Eindruck von der Stimmung der Akteure vermitteln, bleiben sie dennoch semi-offizielle Schilderungen der Notenbankpolitik mit den resultierenden Einschränkungen. Diese Darstellungen auf ihre Richtigkeit zu überprüfen wird u. a. durch den Umstand erschwert, daß das Datenmaterial zu den gegenseitig gewährten Krediten und getätigten Interventionen unvollständig ist. Obwohl z. B. der Umfang der Stand-by-Fazilitäten publiziert wurde – die Notenbanker wollten mit diesen Informationen den Markt beeinflussen –, ist über die Höhe der kurzfristigen Arrangements während akuter Spekulationswellen wenig bekannt. Die bisherige Literatur erlaubt daher weder einen Einblick in die intern formulierten Zielvorstellungen der Notenbanker noch in die konkrete Vorgehensweise in Krisensituationen.

³⁶Vgl. z. B. Bordo und Eichengreen 1993 (hier besonders das Überblickskapitel, s. Bordo 1993), James 1996, Yeager 1976 und Eichengreen 1998.

³⁷Eine weniger bekannte, aber exzellente Analyse liefert Gilbert 1966 und 1968. Reformvorschläge werden u. a. in Triffin 1960, Machlup 1961 und Grubel 1963a diskutiert.

³⁸Vgl. z. B. Altman 1960/61 und Altman 1963.

³⁹Vgl. Janocha 1966, der die ausführlichste Analyse liefert, und z. B. Fensch 1963 und Ehrig 1973.

⁴⁰Vgl. Coombs 1976, Tüngeler 1979/82 und Emminger 1986. Die offizielle Sicht der FRBNY wird von Coombs im *Monthly Review der Federal Reserve Bank of New York* dargestellt.

Im Vergleich zur Literatur über die internationale Kooperation sind die Studien zur Devisenterminpolitik der Notenbanken in den meisten Fällen analytisch schärfer, was sich vielleicht dadurch erklären läßt, daß die Intervention einer Zentralbank besser durch die Theorie modelliert werden kann als die internationale Kooperation, die stärker von institutionellen Faktoren beeinflusst wird. Dieser Vorteil bei der Untersuchung der Devisenterminmarktinterventionen wird jedoch durch den Umstand relativiert, daß die Zahl der Studien – abgesehen von denen über die Politik der Deutschen Bundesbank – recht begrenzt ist.⁴¹

Die Untersuchungen zur Swappolitik der Bundesbank können auf einer Reihe guter Darstellungen der damaligen Ziele der deutschen Zentralbank aufbauen.⁴² Die ersten zentralen Arbeiten zum Thema waren Ekhard Brehmers Artikel „Official forward exchange operations – the German experience“ und Peter Janochas Studie *Die Intervention und Kooperation der Zentralbanken auf den Devisenmärkten nach dem Zweiten Weltkrieg*.⁴³ Diese Arbeiten zeichnen sich durch eine fundierte empirische Darstellung aus, die auch das damals zur Verfügung stehenden Datenmaterial wie Bruttozinsdifferenzen, Swapsätze und Höhe des Engagements konsequent in die Analyse einbeziehen. In der zweiten Hälfte der sechziger und Anfang der siebziger Jahre erschienen eine Reihe von Artikeln, die sich sehr kritisch mit der Swappolitik auseinandersetzten. Ansatzpunkt dieser Kritik war die Praxis der Kursfixierung durch die Bundesbank und die Überlegung, inwieweit diese dem Mißbrauch des Swapengagements Vorschub geleistet hat.⁴⁴ Diese Literatur wird durch zwei weitere Arbeiten ergänzt: zum einen Manfred Neldners Buch *Die Kursbildung auf dem Devisenterminmarkt und die Devisenterminmarktpolitik der Zentralbank*, das sich zwar hauptsächlich mit den theoretischen Aspekten beschäftigt, aber dennoch einige hilfreiche empirische Erkenntnisse vermittelt. Die zweite Arbeit ist Steffan-Thomas Ehrigs *Devisentermingeschäfte als Instrumente der Währungspolitik*, welche sowohl theoretische als auch empirische Aspekte beleuchtet, aber diese nicht konsequent verbindet.⁴⁵

⁴¹Vgl. u. a. Dorrance und Brehmer 1960/61, Bloomfield 1964, Janocha 1966 und Ehrig 1973.

⁴²Vgl. z. B. Müller 1969, Oberhauser 1976 und Holtfreich 1998.

⁴³Vgl. Brehmer 1964a und 1964b sowie Janocha 1966.

⁴⁴Vgl. Bernholz 1969 und Schröder 1972/73.

⁴⁵Vgl. Neldner 1970 und Ehrig 1973. Letzterer beschreibt auch die Devisenterminpolitik der Schweizerischen Nationalbank.

Trotz des Umstands, daß diese beiden letzten Arbeiten nach 1969 erschienen sind, wird nicht deutlich, daß die Swappolitik zwar Mitte der sechziger Jahre zeitweise an Bedeutung verlor, aber 1968 und 1969 einen Aufschwung erlebte und in dieser Phase auch das höchste Swapengagement der Bundesbank zu verzeichnen ist. Obwohl dieses Defizit durch neuere Literatur zumindest in Hinweisform behoben wird,⁴⁶ kann bei einer oberflächlichen Beschäftigung mit dem Thema der Eindruck entstehen, daß die Bundesbank zwar zwischen 1958 und 1969 Swappolitik betrieb, diese aber ab Mitte der sechziger Jahre keine signifikante Rolle mehr spielte oder ineffektiv war.⁴⁷

Die Entstehung dieses eindeutig falschen Bilds kann z. T. dadurch erklärt werden, daß die Höhe des Swapengagements ab Herbst 1968 nicht mehr in den Statistiken der *Monatsberichte* erwähnt wird.⁴⁸ Diese Lücke in den Daten läßt sich nur mit Hilfe der Unterlagen des Historischen Archivs der Deutschen Bundesbank schließen. Da jedoch alle genannten Arbeiten vor 1973 erschienen sind, konnte aufgrund der üblichen Sperrfrist von 30 Jahren keine der Studien auf diese Archivakten zurückgreifen.

Die heutige Möglichkeit, die Akten der Bundesbank und der anderen Zentralbanken bis 1969 einzusehen,⁴⁹ bedeutet somit einen unschätzbaren Vorteil gegenüber den Studien, die bisher zur Swappolitik der Bundesbank und der internationalen Kooperation der Zentralbanken erstellt worden sind. Der gewählte Ansatz ergibt sich jedoch nicht nur aus den Lücken der bestehenden Literatur zu diesem spezifischen Thema, sondern schließt sich einer Reihe von neueren Arbeiten an, die erfolgreich versucht haben, die Politik der Bundesbank und anderer Notenbanken auf der Basis der Archivunterlagen neu zu beschreiben.⁵⁰

Drei Arbeiten sind hier insbesondere zu nennen. Monika Dickhaus hat in ihrer Dissertation *Die Bundesbank im westeuropäischen Wiederaufbau* die Rolle der deutschen Notenbank in den internationalen währungspolitischen Beziehungen zwischen 1948 und 1958 untersucht. Auch Helge Bergers *Konjunkturpolitik im Wirtschafts-*

⁴⁶Vgl. z. B. Issing 1993: 139ff.

⁴⁷So betrachtet z. B. Neldner erstaunlicherweise nur den Zeitraum 1958 – 1963, vgl. Neldner 1970: 132f.

⁴⁸Ehrig hat die damals verfügbaren Daten zusammengestellt, vgl. Ehrig 1973: 196. Ein Hinweis auf die Höhe des Swapengagements findet sich jedoch im *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1969: 95ff. Vgl. auch Abschnitt 3.4.2.

⁴⁹Die Aktenbestände der Bank of England waren zum Zeitpunkt des Abschlusses der Forschungsreisen nur bis 1967 zugänglich.

wunder beschäftigt sich mit den fünfziger Jahren, wobei das Hauptaugenmerk auf der Rolle der Bundesbank in der binnenwirtschaftlichen Entwicklung liegt. Schließlich ist Carl-Ludwig Holtfrerichs Beitrag zum Band *Fünfzig Jahre Deutsche Mark* zu nennen, der von der Bundesbank aus Anlaß des Jubiläums der Einführung der D-Mark herausgegeben wurde. Holtfrerichs Studie analysiert den *policy mix*, also die Rollenverteilung zwischen Geld- und Fiskalpolitik, zwischen 1948 und 1970. Diese Arbeit ist bisher die einzige, die das Archivmaterial der Deutschen Bundesbank in größerem Umfang für das Studium der sechziger Jahre genutzt hat.⁵¹

Bevor die Vorteile der Archivforschung bei der Beantwortung spezifischer Fragen geschildert werden, soll die Auswahl der untersuchten Zentralbanken kurz begründet werden. Wie schon aus dem Titel des Abschnitts 1.2 erkennbar, konzentriert sich die Arbeit auf die Deutsche Bundesbank (Bbk), die Bank of England (BoE) und die Federal Reserve Bank of New York (FRBNY), die die Devisenoperationen für das Federal Reserve System und die US-Treasury durchführte. Des Weiteren wurde auch die Rolle der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) beachtet. Das ursprüngliche Interesse der Untersuchung galt dem Problem der importierten Inflation, also einem spezifischen Aspekt der bundesdeutschen Wirtschaftsentwicklung. Die Deutsche Bundesbank und ihr Archiv wurden so der definitive Ausgangspunkt der Studie. Die Auswahl der beiden anderen Zentralbanken erklärt sich nicht nur durch deren Bedeutung, sondern auch durch die währungspolitische Rollenverteilung. Die BRD spielte im Untersuchungszeitraum den klassischen Aufwertungskandidaten, während Großbritannien Mitte der sechziger Jahre fast permanent von einer Abwertung bedroht war. Die FRBNY als Repräsentant der Fed ist zugleich Anker und stabilisierender Faktor im Gesamtsystem.

Der wichtigste prinzipielle Vorteil der Untersuchung der Notenbankpolitik auf Basis von Unterlagen wie z. B. Sitzungsprotokollen, Forschungsmemos und vertraulichen statistischen Angaben besteht darin, die interne Sicht der Zentralbank kennenzulernen. Die folgenden Punkte sind verschiedene Ausprägungen dieses grundsätzlichen Vorteils. Zum einen ist der Vergleich von offiziellen und internen Zielen möglich, der der Forschung eine neue Möglichkeit gibt, den relativen Erfolg oder Mißerfolg einer Intervention zu beurteilen. Was auf Basis vorsichtig formulierter

⁵⁰Ein Überblick über den Forschungsstand in dieser Hinsicht findet sich bei Dickhaus 1996: 9ff.

⁵¹Berger stellt zwar den Weg zur Aufwertung 1961 dar, der Schwerpunkt der Arbeit liegt jedoch in den Themen der fünfziger Jahre.

öffentlicher Verlautbarungen als Erfolg der Notenbank dargestellt wurde, war bisweilen – gemessen an den internen Zielen – nur ein bescheidenes Ergebnis. Somit ergeben sich aufgrund der Kenntnis der internen Ziele drei verschiedene Betrachtungsstandpunkte: erstens die offiziellen Verlautbarungen und Daten der Notenbank, zweitens die Rezeption derselben durch die damalige Literatur und schließlich drittens die Möglichkeit zu beurteilen, inwieweit die damaligen Urteile heute noch Gültigkeit besitzen.⁵²

Ein weiterer Aspekt der Notenbankpolitik, der (fast) nur auf Archivbasis bearbeitet kann werden, sind die oft vertraulichen Angaben zur Höhe des Engagements am Markt. Hiermit ist nicht nur die Möglichkeit gemeint, z. B. die vermutete Höhe der Intervention genau zu belegen, sondern auch die Chance, daß Verhältnis von Zentralbank und Markt zu analysieren. Inwieweit war es den Notenbankern möglich, die Höhe des Engagements oder andere Daten, z. B. die Währungsreserven, geheimzuhalten oder zu manipulieren? War es möglich, den Informationsvorsprung der Zentralbank auszunutzen und den Markt zu beeinflussen? Und wenn dem so war – wie lange konnte ein Spiel gegen den Markt durchgehalten werden?

Ein dritter Vorteil betrifft die Einblicke in die unterschiedlichen Vorgehensweisen der Zentralbanken, was die Informationspolitik, die Art der internen Diskussionen und deren Schwerpunkte betraf. Zusammen ergeben diese verschiedenen Teilaspekte ein Bild des Selbstverständnisses – oder anders formuliert: der *Corporate identity* – der Notenbanken als Institutionen. Entgegen der Annahme, daß die Unterschiede zwischen den Zentralbanken relativ gering waren, stellten sich diese Differenzen als bedeutsam heraus, so z. B. in der Anfangsphase engerer internationaler Kooperation bei den Interventionen am Devisenterminmarkt.⁵³

Diese *Corporate identity* läßt sich nicht nur aus den Dokumenten lesen, sondern spiegelt sich auch z. T. in der Organisation der Archive wider. Im folgenden sollen die Archive und Unterlagen, auf denen die Analyse in den folgenden Kapiteln beruht, kurz beschrieben werden. Das wichtigste Archiv war, wie schon erwähnt, das

⁵²Ein aktuelles Beispiel für die Diskrepanz zwischen der Wahrnehmung von Notenbankpolitik und der Realität findet sich z. B. bei Enderlein 2004.

⁵³Es sei angemerkt, daß sich manche Unterschiede auch heute noch an scheinbar trivialen Aspekten, z. B. der Gestaltung der Internetseiten, beobachten lassen. Während man von der Bundesbank gleich auf den Haftungsausschluß bezüglich der Verwendung ihrer Daten hingewiesen wird, macht die Bank of England auf die Existenz des Museums (und damit des Archivs) aufmerksam.

der Deutschen Bundesbank.⁵⁴ Die Hauptquelle für die Arbeit waren die Protokolle der Zentralbankratssitzungen, die alle vierzehn Tage stattfanden.⁵⁵ Diese chronologisch geordneten Bestände erlauben einen guten Zugriff auf die Diskussionen im strategischen Entscheidungsgremium der Bundesbank. Die Unterlagen werden komplementiert durch den Nachlaß Otmar Emmingers, der während des Untersuchungszeitraums für internationale Währungsfragen zuständig war. Besonders hilfreich waren die Eingaben Emmingers an den ZBR, da sie die zum Verständnis der Protokolle notwendigen Hintergrundinformationen enthalten.

Die operative Seite der Swappolitik wurde im Direktorium besprochen, das in kürzeren Abständen tagte. Leider sind die Protokolle dieser Sitzungen in den meisten Fällen so knapp gehalten, daß sie bis auf wenige, aber wichtige Ausnahmen (z. B. bezüglich der Höhe des Swapengagements) keine verwertbaren Informationen enthalten. Die strategischen Aspekte der Swappolitik ließen sich auf Basis der Diskussionen und Unterlagen jedoch gut nachvollziehen, die sich durch eine recht detaillierte ökonomische Argumentation auszeichnen. Die Zusammenhänge der verschiedenen Aspekte der Notenbankpolitik, so z. B. zwischen Wechselkurspolitik und Binnenwirtschaft, wurden dabei immer wieder hervorgehoben.

Die Dokumente im Archiv der Bank of England zeichnen sich durch einen gänzlich anderen Stil aus. Die internen Diskussionen, die sich anhand von Memoranden und Forschungsberichten nachvollziehen lassen, beschränken sich fast ausschließlich auf die außen- und währungspolitischen Aspekte der Termininterventionen. Obwohl sich dieser Unterschied zu den Dokumenten der Bundesbank teilweise dadurch erklären läßt, daß im Archiv der Bank of England hauptsächlich Akten der Overseas Division und der Abteilung Foreign Exchange eingesehen wurden, gibt es tieferliegende Gründe. Die Argumentation war bei weitem nicht so „ökonomisch“ wie bei den Bundesbankern, da die Verteidigung der Parität des Pfundes nicht nur als ökonomisches, sondern explizit auch als politisches und diplomatisches Problem angesehen wurde. Diese Einschränkungen werden jedoch durch die Qualität und Klarheit, mit der die strategischen Überlegungen dargelegt sind, mehr als aufgewogen. Des weite-

⁵⁴Angaben zur Geschichte und Organisation des Archivs finden sich bei Lindenlaub 1987.

⁵⁵Im empirischen Teil wird zwischen Protokollen und Wortprotokollen unterschieden. Mit ersteren sind die offiziellen Aufzeichnungen der Sitzung gemeint, die auch an die Bundesregierung weitergeleitet wurden. Die Wortprotokolle, die nicht für alle Sitzungen überliefert sind, geben den Wortlaut der wichtigsten Diskussionen wieder. Sie sind nicht nur ausführlicher als die Protokolle, sondern vermitteln auch die Zwischentöne der Diskussionen besser.

ren war eine umfangreiche *History of the Sterling crisis* zwischen 1964 und 1967 mit detaillierten statistischen Angaben von großem Wert.⁵⁶

Die Unterlagen im Archiv der Federal Reserve Bank of New York spiegeln leider nicht die volle Bedeutung der Bank während der sechziger Jahre wieder. Obwohl viele Dokumente operative Details enthalten und somit wenig zum Verständnis der strategischen Ziele beitragen, existieren auch eine Reihe von Memoranden mit den Hintergrundinformationen, auf denen die währungspolitischen Entscheidungen basierten. Einen direkteren Einblick in die Erwartungen und Entscheidungen erlauben Memoranden, die aus Anlaß besonderer währungspolitischer Ereignisse – so z. B. den beiden D-Mark-Aufwertungen – erstellt wurden und oft prägnante Einschätzungen der Lage liefern.

Auch das Archiv der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich erfüllte die vielleicht zu hoch gesteckten Erwartungen nicht. Basel spielte zwar als Tagungsort und die BIZ als Koordinator eine entscheidende Rolle, jedoch waren die Verhandlungen bekannt dafür, daß sie im Gentleman-Stil ohne Aufzeichnungen geführt wurden. Jedoch konnten außer einigen Forschungsmemos interessante Unterlagen zum Euro-Dollar-Markt verwertet werden. Daß das erhoffte Material in einzelnen Banken nicht zu entdecken war, wird durch die Kombination der verschiedenepn Quellen ausgeglichen.

Abschließend soll der Aufbau der vorliegenden Arbeit kurz erläutert werden, der nach drei Aspekten geordnet ist: erstens das *Instrument* des Swaps, oder allgemeiner formuliert Instrumente des Devisenterminmarkts, zweitens *Institutionen*, d. h. ob eine Zentralbank Swaps mit inländischen Kreditinstituten oder mit anderen Zentralbanken abgeschlossen hat und drittens die *Chronologie* der Ereignisse. Daraus ergibt sich folgende Struktur: Im zweiten Kapitel wird dargelegt, wie aus theoretischer Sicht der eingeschränkte Handlungsspielraum der Zentralbanken durch den Einsatz des Swapinstruments erweitert werden kann. In den Kapiteln 3 und 4 werden die empirischen Ergebnisse, die auf Basis der Archivunterlagen gewonnen wurden, dargelegt. Im dritten Kapitel werden die Swapgeschäfte der Bundesbank mit inländischen Kreditinstituten geschildert, während im vierten Kapitel die Kooperation der Zentralbanken untereinander beschrieben wird. Diese beiden Kapitel sind weitgehend chronologisch aufgebaut. Angesichts der Länge der Kapitel werden diese von

⁵⁶Vgl. *History of the Sterling crisis* (BoE C 20 / 6).

Abschnitten eingeleitet, die einen Überblick über die zentralen Themen und statistischen Daten geben. Da es sich bei letzteren hauptsächlich um Zeitreihen auf Monatsbasis handelt, werden diese innerhalb der Arbeit in Form von Schaubildern wiedergegeben. Die zugrundeliegenden Tabellen inklusive näherer Erläuterungen und Quellen finden sich im Anhang. Im fünften Kapitel wird nicht nur erörtert werden, ob die Swappolitik wirklich einen Ausweg aus den Dilemmata von Bretton Woods darstellte, sondern auch ein *Counterfactual* für die fünfziger Jahre beschrieben. Hierbei soll untersucht werden, ob die Swappolitik von der Bundesbank nicht auch schon vor dem Übergang zur De-jure-Konvertibilität hätte eingesetzt werden können. In der Zusammenfassung (Kapitel 6) soll dem eiligen Leser die gesamte Arbeit, d. h. die Fragestellung, empirischen Ergebnisse und Schlußfolgerungen, in konzentrierter Form zugänglich gemacht werden.