

5. ANTWORTEN AUF DIE LEITFRAGEN

In den folgenden Abschnitten soll die Swappolitik zusammenfassend bewertet werden. Erstens, wie groß war der Erfolg der Swappolitik der Deutschen Bundesbank und des Swapnetzwerks, für dessen Beurteilung eingangs eine Reihe von Kriterien definiert wurden, von denen eines der Beitrag zur Stabilisierung von Bretton Woods war. Zweitens wird die Frage diskutiert, ob das Swapinstrument von der Bundesbank nicht auch schon in den fünfziger Jahren hätte eingesetzt werden können. Dieses *Counterfactual* geht davon aus, daß die zu lösenden Probleme ähnlich waren und die de facto bestehende Ausländerkonvertibilität ausreichend Spielraum für solche Interventionen geboten hätte.

5.1 War die Swappolitik erfolgreich?

Um die Frage nach Erfolg oder Mißerfolg der Swappolitik und des Swapnetzwerks beantworten zu können, sind klare Kriterien erforderlich. Fünf Kriterien, die schon in Abschnitt 1.2 entwickelt wurden, sollen zur Bewertung dienen und nacheinander im Detail diskutiert werden. Diese sind: (i) Signifikanz des Swapeinsatzes, z. B. das Swapvolumen im Verhältnis zu den Währungsreserven, (ii) die bewußte Wahl des Swaps als Interventionsinstrument, (iii) der Erfolg der Interventionen, gemessen an den von den Zentralbankern sich selbst gesetzten Zielen, (iv) die Möglichkeit, die Märkte zu beeinflussen, ohne u. U. die Agenda oder das Interventionsvolumen der Zentralbanken preiszugeben und die abschließende Frage, (v) inwieweit die Swappolitik und das Swapnetzwerk zur Stabilisierung von Bretton Woods beigetragen haben.

Bei der Beurteilung der Signifikanz der Swapvolumina muß je nach Zentralbank und Betrachtungszeitraum differenziert werden, da unterschiedliche Referenzgrößen in Abhängigkeit von dem verfolgten Ziel und der gewählten Intervention anzuwenden sind.

Betrachtet man z. B. die erste Interventionsphase der Deutschen Bundesbank, in der die Volumina kontinuierlich über 1 Mrd. D-Mark lagen und die von Herbst

1960 bis Herbst 1962 dauerte, so stand die Förderung der Geldexporte im Vordergrund, um die „importierte“ Inflation zu bekämpfen.¹ Angesichts der Tatsache, daß in diesem Zeitraum zwischen 80 und 90% der Geldexporte, d. h. Termingelder und andere Geldmarktanlagen im Ausland, die im Durchschnitt 2,5 Mrd. D-Mark betragen,² durch Swapengagements der Bundesbank gesichert wurden, waren diese in hohem Maße signifikant. Nach einer Phase mit deutlich geringeren Engagements – zwischen 1963 und 1966 überschritten diese selten die Marke von einer Milliarde D-Mark³ – bedarf insbesondere der Zeitraum von Herbst 1968, in dem die Bonner Währungskonferenz stattfand, bis Herbst 1969, d.h. bis zur zweiten Aufwertung der D-Mark, besonderer Beachtung. Die von der Bundesbank gesicherten Swapvolumina betragen im Durchschnitt 3,2 Mrd. D-Mark.⁴ Die Signifikanz dieser Interventionen wird deutlich, wenn man nicht nur den Durchschnitt, sondern auch die Spitzenwerte betrachtet, die im Januar 1969 11 Mrd. D-Mark erreichten. Diese Intervention nach der Bonner Konferenz hatte eindeutig Krisencharakter, so daß ein Vergleich mit einem regulären Geldexport weniger sinnvoll erscheint. Um jedoch zumindest eine Vorstellung von den Größenordnungen zu erhalten, bietet sich der Vergleich mit den Auslandsaktiva der Bundesbank an, die sich 1968 und 1969 auf 41 bzw. 28 Mrd. D-Mark beliefen.⁵ Daraus folgt, daß in dieser Krisensituation die Bundesbank Swapengagements in Höhe 25 bis 40% der Auslandsaktiva (abhängig vom gewählten Vergleichsjahr) einging.

Ein ähnlich deutliches Bild bezüglich der Signifikanz der Swapengagements ergibt sich für die Bank of England in den Jahren 1964, also vom Antritt der Labourregierung unter Harold Wilson, bis 1967, d. h. bis zur letztendlichen Abwertung des Pfundes im November. In diesem Betrachtungszeitraum stiegen die Terminverpflichtungen der Bank of England von ca. 1 Mrd. Pfund im Jahr 1965 (und einem kurzfristigen Zwischenhoch 1966 von ca. 1,5 Mrd. Pfund) im Rahmen der Abwertungskrise auf 3 Mrd. Pfund an. Dieses Niveau ist nicht nur bedeutsam im Vergleich zu den Währungsreserven von ca. 1 Mrd. Pfund, sondern auch wenn man diese ins Verhältnis zu den *Sterling balances* setzt, d. h. Anlagen, die von den

¹Vgl. Schaubild 3-12 in Abschnitt 3.2.1.

²Vgl. Schaubild 3-12 in Abschnitt 3.2.1, Betrachtungszeitraum Oktober 1960 bis September 1962.

³Vgl. Schaubild 3-17.

⁴Vgl. Schaubild 3-18, Betrachtungszeitraum Oktober 1968 bis September 1969.

⁵Vgl. Schaubild 3-11 und 3-18.

Ländern der *Sterling area* in London gehalten wurden und zwischen 3 und 4 Mrd. Pfund betrugen.⁶

Um die Signifikanz der Swapengagements abschließend zu beurteilen, sind die Volumina des Swapnetzwerks zu betrachten. Da das Gesamtvolumen sich aus Swaplinien ergab, die zwischen den einzelnen Zentralbanken und der Federal Reserve Bank of New York abgeschlossen worden waren, ist es am sinnvollsten, diese im Verhältnis zu den anderen Interventionsmöglichkeiten der Fed zu beurteilen. Basierend auf der Annahme, daß die Zentralbanken im Fall einer Krise von Bretton Woods ihre Dollarguthaben zumindest teilweise gegen Gold eintauschen würden, können die Swapvolumina ins Verhältnis zu den Goldreserven der USA gesetzt werden, die sie indirekt „schützen“ sollten. Die Entwicklung der US-amerikanischen Goldreserven verlief entgegen der des Swapnetzwerks – die Goldreserven fielen zwischen 1961 und 1969 von 17 auf 12 Mrd. US-Dollar, während das Gesamtvolumen des Swapnetzwerks von Null auf fast 11 Mrd. US-Dollar anstieg⁷ – so daß am Ende des Betrachtungszeitraums die Swaplinien fast 90% der Goldreserven entsprachen!

Nachdem gezeigt werden konnte, daß für die Deutsche Bundesbank, die Bank of England und auch die Federal Reserve Bank of New York die eingegangenen Engagements sehr signifikant waren, stellt sich die Frage, ob diese Engagements eine standardmäßige Intervention darstellten oder ob der Swap aus spezifischen Gründen gewählt wurde. Wiederum beginnend mit der Bundesbank wird aus den Diskussionen, die bei der Einführung des Swapinstruments geführt wurden, deutlich, daß schon allein aufgrund der anfänglichen Zurückhaltung – der Einsatz des Swapinstruments wurde als Eingriff in die ab 1959 auch de jure wieder gewonnene Konvertibilität gesehen – es sich in jedem Fall um eine bewußte Entscheidung mit dem Ziel u. a. der Bekämpfung der Inflationsgefahr handelte.⁸ Auch wenn die Ziele im Lauf der Zeit erweitert wurden und Aspekte wie Beruhigung der Devisenmärkte und Rückschleusung spekulativer Gelder, z. B. nach der Bonner Konferenz, hinzukamen, so wurde das Swapinstrument weiterhin sehr bewußt eingesetzt.⁹ Im Vergleich hierzu ist die US-amerikanische Sichtweise der Swapfazilitäten deutlich

⁶Vgl. Abschnitt 4.3.2.

⁷Vgl. Schaubild 4-4 und 4-5.

⁸Vgl. Abschnitt 3.2.1.

⁹Vgl. Abschnitt 3.4.2.

positiver, was die Erwartungen bezüglich der Wirkungen für Bretton Woods als Gesamtsystem anging. So sahen Charlie Coombs und die Federal Reserve Bank das Swapnetzwerk als erste Verteidigungslinie von Bretton Woods und damit der Rolle des Dollars in diesem System. Diese Einschätzung ergab sich u. a. aus den allgemein-operativen Vorteilen, die das Swapinstrument gegenüber anderen Interventionsmöglichkeiten bot, z. B. den kurzfristigen Einsatz, flexible Laufzeiten und variable Interventionshöhe – eine Sicht, welche auch von der Bank of England nicht nur aufgrund ihrer Abhängigkeit von der amerikanischen Unterstützung geteilt wurde.¹⁰

Das dritte Kriterium zur Beurteilung insbesondere des kurzfristigen Erfolgs des Swapinstruments betrifft die Frage, ob die implizit oder explizit gesetzten Ziele der Zentralbanken erreicht wurden. Für die Bundesbank bestand das primäre Ziel z. B. im Zeitraum 1960 bis 1962 darin, durch Geldexport die importierte Inflation zu vermindern. Zumindest was das mittelbare Ziel des Geldexports anging, ist schon gezeigt worden, daß diese bis zu 90% durch die Swapangebote der Bundesbank unterstützt wurden. Diese positive Einschätzung wird z. B. von Ehrig anhand einer detaillierten Diskussion der Umfänge der Swapengagements und der Entwicklung der Devisenreserven der Bundesbank bestätigt.¹¹

Wenn man die Kausalität zwischen Swappolitik und Geldexport detaillierter analysieren wollte, wäre in einem Idealszenario zu bestimmen, welche Elastizität zwischen der Erhöhung der Nettoforderungen der Geschäftsbanken gegenüber dem Ausland und einer z. B. einprozentigen Subvention des Swapsatzes bestand. Eine solche empirische Analyse wird jedoch dadurch erschwert, daß von der Bundesbank niemals eine reine Kursfixierung angewendet, d. h. ein bestimmter Swapsatz angeboten wurde, der vom Markt unbegrenzt ausgeschöpft werden konnte, sondern immer auch ein Mengenziel hinterlegt war, d. h. bei Erreichen des gewünschten Swapvolumens, das Angebot aufgehoben wurde.

Dennoch läßt sich die ungefähre Größenordnung der induzierten Geldexporte auf indirektem Wege bestimmen. So schätzte Tüngeler Ende 1959, daß eine Diskonterhöhung um einen Prozentpunkt, Devisenzuflüsse von 1 Mrd. D-Mark

¹⁰Vgl. Abschnitt 4.2.2.

¹¹Vgl. Ehrig 1973: 161ff. Eine kritische Einschätzung des Zeitraums bis 1963 findet sich z. B. bei Neldner 1970: 144ff.

auslösen würden.¹² Unter der Annahme, daß im Falle einer solchen Diskontsatzserhöhung (a) der ausländische Zinssatz unverändert bliebe und (b) das Anlagemotiv primär zinsorientiert wäre, würde sich z. B. ein bestehender Zinsvorteil zugunsten Deutschlands um einen Prozentpunkt erhöhen. Daher sollte eine Swapintervention, die eine Zinssubvention von einem Prozentpunkt zugunsten ausländischer Anlagen bedeutete, eine vergleichbare Wirkung in umgekehrter Richtung haben. Überprüft man diese Überlegungen anhand von zwei Jahresbeispielen, bestätigt sich, daß maximal eine Größenordnung bestimmt werden kann. So betrug 1960 die Differenz zwischen dem Swapsatz am Markt und dem der Bundesbank durchschnittlich 1 Prozentpunkt und das Swapengagement der Bundesbank im gleichen Zeitraum im Mittel 1 Mrd. D-Mark.¹³ Stellt man jedoch einen entsprechenden Vergleich für das Jahr 1961 an, in dem die Swapsatzdifferenz im Schnitt 1,2 Prozentpunkte betrug, stellt man fest, daß das Swapengagement mit durchschnittlich 2,5 Mrd. D-Mark deutlich höher ausfiel.¹⁴

Die Schwierigkeiten bei der Quantifizierung der Wirkungen der Swapinterventionen werden noch deutlicher, wenn man die Krisenjahre 1968 und 1969 betrachtet. Im theoretischen Teil ist schon das Problem der „Marktsplattung“, d.h. zwischen Geschäftsbanken, die vom subventionierten Swapsatz profitierten, und dem allgemeinen Markt diskutiert worden, die den Mißbrauch durch Karusselgeschäfte ermöglichte.¹⁵ Obwohl dieser Aspekt auch in den beiden Jahren vor der zweiten deutschen Aufwertung kritisiert wurde,¹⁶ hat die Bundesbank ihre umfangreichen Swapinterventionen als insgesamt positiv beurteilt.¹⁷

Im Fall Großbritanniens und des britischen Pfundes ist es schon allein aufgrund des kürzeren Betrachtungszeitraums von 1964 bis 1967 ebenfalls schwierig, zu einem eindeutigen Urteil zu kommen. Obwohl die Bärenhatz von 1965¹⁸ und die kurzfristig erfolgreiche Lösung der Währungsfrage von 1966 positive Beispiele für den Einsatz des Swaps sind, so wird am Beispiel des massiven Engagements von 2,9 Mrd. Pfund während der Abwertungskrise 1967 auch deutlich,

¹²Vgl. Abschnitt 3.2.1.

¹³Vgl. Schaubild 3-8 und 3-12. Durchschnittswert bezieht sich auf die 9 Monate, in denen die Bundesbank einen günstigeren Swapsatz als der Markt, also eine Subvention, anbot.

¹⁴Vgl. Schaubild 3-8 und 3-12.

¹⁵Vgl. Abschnitte 2.3.1 und 2.3.4, vgl. auch z. B. Bernholz 1968/69.

¹⁶Vgl. Abschnitt 3.4.3.

¹⁷Vgl. *Geschäftsbericht* der Deutschen Bundesbank für 1969: 95.

¹⁸Vgl. Abschnitt 4.3.2.

daß bei (in der Rückschau) geringen Erfolgsaussichten die Bank of England von solchen massiven Interventionen besser Abstand genommen hätte.¹⁹ Dieses kritische Urteil trifft natürlich indirekt auch auf das Swapnetzwerk als Ganzes zu. Jedoch sind auch die positiven Beispiele, in denen das Swapnetzwerk seine Funktion als erste „Verteidigungslinie“ von Bretton Woods erfüllte, zu nennen, wie z. B. die Beruhigung der Märkte nach der Ermordung Präsident Kennedys oder die geordnete Rückführung von spekulativen Geldern nach der erfolglosen Bonner Konferenz im November 1968.²⁰

Das vierte Beurteilungskriterium betrifft die Wirkung der Swapinterventionen auf die Märkte, 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, also offen zu kommunizieren. Der zweite Fall ist schwieriger, da hier die Zentralbanken zwar auch versuchen, die Marktentwicklung zu steuern, ohne jedoch die Höhe der Interventionen oder gegebenenfalls kritische Daten, z. B. bezüglich der Leistungsbilanzsalden, preiszugeben.

Die direkte Ankündigung war z. B. im Fall der schon erwähnten Krisensituation, die durch die Ermordung Kennedys im November 1963 ausgelöst wurde, erfolgreich. So gelang es Charlie Coombs, der für die Deviseninterventionen der Federal Reserve Bank of New York verantwortlich war, durch die Zusage, den Dollar auf Basis des Swapnetzwerks bis zu einem Maximalvolumen von 2 Mrd. US-Dollar zu stützen, eine größere Krise abzuwenden.²¹ Ein weiteres positives Beispiel ist der *Bear squeeze* von 1965, in dem die Mitglieder des Swapnetzwerks im Rahmen einer koordinierten Aktion erfolgreich den Terminkurs des britischen Pfundes nach oben trieben und auf diese Weise die impliziten Abwertungserwartungen schwächten.²²

Die Beispiele für Interventionen, bei denen die Höhe derselben oder andere Informationen nicht bekannt gegeben wurden, sind naturgemäß ambivalenter, da die Ausgangssituation in den meisten Fällen schwieriger war. Ein Beispiel aus der Geschichte der Bundesbank ist, daß die Daten zur Höhe der Swapengagements ab

¹⁹Vgl. Abschnitt 4.3.3.

²⁰Vgl. James 1960: 160, der ein positives Urteil zur Effektivität des Swapnetzwerks in der ersten Hälfte der 1960er Jahre fällt. Vgl. auch Eichengreen 1993: 123.

²¹Vgl. Abschnitt 4.2.2.

Oktober 1968 nicht mehr in den *Monatsberichten* publiziert wurden, um eine Beunruhigung der Märkte zu vermeiden. Die Tatsache, daß die absolute Höhe in der Tat geheim blieb und gleichzeitig die entsprechenden Volumina plaziert werden konnten, zeigt, daß bisweilen ein Spiel gegen den Markt möglich war.²³ Wenn jedoch wie im Fall der Bank of England kontinuierlich versucht wurde, durch Nicht-Publikation oder den „kreativen“ Umgang mit den Zahlen den Markt zu beeinflussen, nahm die Wirkung am Markt zusehends ab²⁴ – eine Beobachtung, die auch durch die theoretische Analyse bestätigt wird.²⁵

Das letzte und entscheidende Erfolgskriterium ist der Beitrag, den die Swappolitik der einzelnen Zentralbanken und das Swapnetzwerk als Ganzes zur Stabilisierung von Bretton Woods leistete. Um diesen Beitrag richtig zu beurteilen, bedarf es einer klaren Unterscheidung, welche Aspekte durch das Swapnetzwerk beeinflußt werden konnten und welche nicht. Auf drei Aspekte konnte das Swapinstrument und die Kooperation der Zentralbanken wirken: zum einen bei der Verringerung der Auswirkungen importierter Inflation, wie am Beispiel Deutschlands zu erkennen war. Zum zweiten stellte das Swapnetzwerk den beteiligten Zentralbanken kurzfristig zusätzliche Liquidität in erheblichem Umfang zur Verfügung. Dies ermöglichte drittens, daß die Interventionsmöglichkeiten der Zentralbanken, insbesondere die der Federal Reserve Bank of New York, deutlich erweitert wurden.

Analysiert man auf einem hohen Abstraktionsniveau die Faktoren, die für das Funktionieren jedes Fixwechselkurssystems und damit auch für Bretton Woods entscheidend waren, so sind drei Punkte maßgeblich: ausreichende Liquidität, ein funktionierender, aber nicht notwendigerweise automatischer Anpassungsmechanismus, der Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen korrigiert, und schließlich ein ausreichendes Maß an Vertrauen als Grundlage für eine effektive Kooperation.²⁶ Eichengreen betont insbesondere diesen letzten Aspekt als kennzeichnend für Bretton Woods:

²²Vgl. Abschnitt 4.3.2.

²³Vgl. Abschnitt 3.4.2.

²⁴Vgl. Abschnitt 4.3.2.

²⁵Vgl. Abschnitt 2.3.3.

²⁶ Vgl. Abschnitt 2.1.1.

That this system functioned at all is testimony to the international cooperation that functioned in its support. This is a...lesson of Bretton Woods. Unlike the late-nineteenth century, when foreign assistance was limited to instances when the stability of the system was threatened, cooperation among governments and central banks was continuous.²⁷

Diese Kooperationsbereitschaft war auch die Grundlage für die Erfüllung der Erfolgskriterien, die bisher analysiert wurden. Ohne das Vertrauen auf politischer, institutioneller und persönlicher Ebene wäre das Swapnetzwerk in seiner pragmatischen Ausgestaltung nicht zu dem Umfang angewachsen, das es bis 1969 erreicht hatte.

Auf dieser Basis konnte die Swappolitik zwei der Faktoren eines Fixwechselkurssystems positiv beeinflussen. Es konnte durch Förderung von Geldexporten und -importen kurzfristig den Anpassungsdruck verringern. Und es konnte den Liquiditätsmangel wiederum kurzfristig mildern. Kurzfristig waren diese Effekte aus mindestens zwei Gründen. Der technisch-formale Aspekt war, daß die Dauer der Swapengagements – wenn auch revolving – auf 3 bis 6 Monate begrenzt war. Ein mittelfristiges Engagement, wie bei den Roosa-Bonds, hätte den Charakter und die Effekte der Intervention vollkommen verändert.²⁸ Die zweite Begründung bezieht sich auf die Effektivität der Swapintervention, die bei wiederholtem Einsatz abnehmen würde: im Kontext der importierten Inflation, weil sich der Swapsatz in seiner Signalwirkung dem Diskontsatz annähern würde, im Kontext der Währungskrisen, weil die Höhe der Swapengagements nicht unbegrenzt geheim gehalten werden konnte, und das Swapengagement selbst eine alarmierende Wirkung auf die Märkte gehabt hätte.

Zusammenfassend leistete die Swappolitik in der kurzen Frist einen signifikanten Beitrag zur Stabilisierung von Bretton Woods im Betrachtungszeitraum 1959 bis 1969. Was der Swap jedoch nicht aufheben konnte, waren die Widersprüche, die das System im Laufe der Jahre zunehmend belasteten: zum einen die mittel- und langfristige unzureichende Liquidität im Gesamtsystem und zum zweiten das Fehlen eines Anpassungsmechanismus, der auch das *n*-te Land, d. h. die USA, einschloß. Des weiteren ist das schwindende Vertrauen zwischen den

²⁷Eichengreen 1996: 135.

²⁸Vgl. Abschnitt 4.2.2.

beteiligten Ländern zu nennen, das zum ersten Mal bei der Bonner Konferenz im November 1968 offensichtlich wurde, und deutlich nach dem Antritt der Nixon-Regierung 1969 und mit der expansiven Politik der Folgejahre hervortrat. Ohne dieses Vertrauen konnten jedoch weder das Swapnetzwerk noch Bretton Woods mittel- oder gar langfristig funktionieren. Vor dem Hintergrund dieses durch Rahmenbedingungen begrenzten, aber deswegen nicht minder wertvollen Beitrags der Swappolitik zur Stabilisierung, läßt sich die Frage stellen, warum der Swap nicht auch schon in den 1950er Jahren z. B. von der Bundesbank eingesetzt wurde, die sich mit ähnlichen Problemen wie in den sechziger Jahren konfrontiert sah.

5.2 Notenbankinstrumente und der ökonomische Zeitgeist oder „Swappolitik vor 1959?“

Von einem „geradezu verzweifelten Kampf“ gegen die Liquiditätszuflüsse wurde im Zentralbankrat gesprochen und zwar nicht erst in den 1960er Jahren, sondern auch schon 1957.²⁹ Nicht nur die Formulierungen, sondern auch die währungspolitischen Probleme, mit denen die Bundesbank umgehen mußte, waren in der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre und in den sechziger Jahren ähnlicher Art: Leistungsbilanzüberschüsse, die zu massiven Devisenzuflüssen führten und ein resultierender Inflationsdruck, der mit den herkömmlichen Mitteln, wie z. B. Diskont- und Mindestreservpolitik, nicht effektiv bekämpft werden konnte. Vor diesem Hintergrund hat Carl-Ludwig Holtfrerich in seiner Darstellung der Geldpolitik der Bundesbank bei festen Wechselkursen folgende These formuliert:

Hätte die BdL / Bundesbank zur Abwehr der Devisenzuflüsse bereits in der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre nicht nur erhöhte Mindestreserven für Auslandseinlagen (ab 1. Mai 1957) verlangt, sondern auch das Instrument der Swap-Politik eingesetzt, und zwar massiv, statt fast nur die üblichen Instrumente für eine restriktive binnenwirtschaftlich orientierte Geldpolitik (so 1955/56 und 1959/60), dann hätte sie das Stabilitätsproblem an der Wurzel bekämpft.³⁰

²⁹Vgl. Stenogramm der ZBR-Sitzung am 2.10.1957, zitiert in Dickhaus 1996: 221.

³⁰Holtfrerich 1998: 428.

Dieser These soll in folgender Struktur diskutiert werden: Zunächst wird überblicksartig die gesamtwirtschaftliche Situation Deutschlands dargestellt, um danach die spezifischen währungspolitischen Bedingungen zu diskutieren, u. a. die ab 1955 bestehende De-facto-Konvertibilität der D-Mark, die Voraussetzung für einen möglichen Einsatz des Swapinstruments war. Bei der Bewertung der These wird sowohl auf die konkreten Handlungsmöglichkeiten als auch auf die Frage eingegangen werden, inwieweit der „ökonomische Zeitgeist“ umfangreiche Swapinterventionen zuließ.

Die Inflationsraten in der BRD schwankten im Zeitraum 1952 bis 1958 zwischen -2 und knapp 3%, lagen also unter dem Niveau der sechziger Jahre.³¹ Fokussiert man sich jedoch auf die Jahre 1956 bis 1958, in denen, wie später zu zeigen sein wird, Swapinterventionen möglich gewesen wären, so stießen die Inflationsraten an oder überschritten die Grenze zur schleichenden Inflation von 2%.³² Ein Treiber dieser Entwicklung sind nach bekanntem Muster die Leistungsbilanzüberschüsse, die in den drei betrachteten Jahren zwischen 2,4% und 2,7% des BSP betragen, also eine Höhe aufwiesen, die erst wieder vor der zweiten Aufwertung in den Jahren 1967 und 1968 erreicht wurde.³³ Die Brisanz dieser Überschüsse wird noch deutlicher, wenn man sie im Kontext der Europäischen Zahlungsunion betrachtet: Die BRD steigerte ihre Exporte deutlich stärker als die anderen Partner und hatte 1959 einen Anteil von 9,6% an den Weltexporten, d. h. sie hatte Platz 2 hinter den USA inne und Großbritannien von diesem verdrängt.³⁴

Vor dem Hintergrund dieser rasanten Entwicklung und dem resultierenden Ungleichgewicht in der EZU – vereinfachend gesagt war die BRD das einzige „Überschußland“ – bestand ein erheblicher Anpassungsdruck. Um diesem zu begegnen wurden z. B. zwischen 1956 und 1957 die Zölle auf industrielle Fertigwaren um 50% reduziert, was zu Importsteigerungen führte.³⁵ Des Weiteren hatten die Haushaltsüberschüsse des Bundes, der sogenannte „Juliusturm“,

³¹Vgl. Schaubild 5-1 und 3-2.

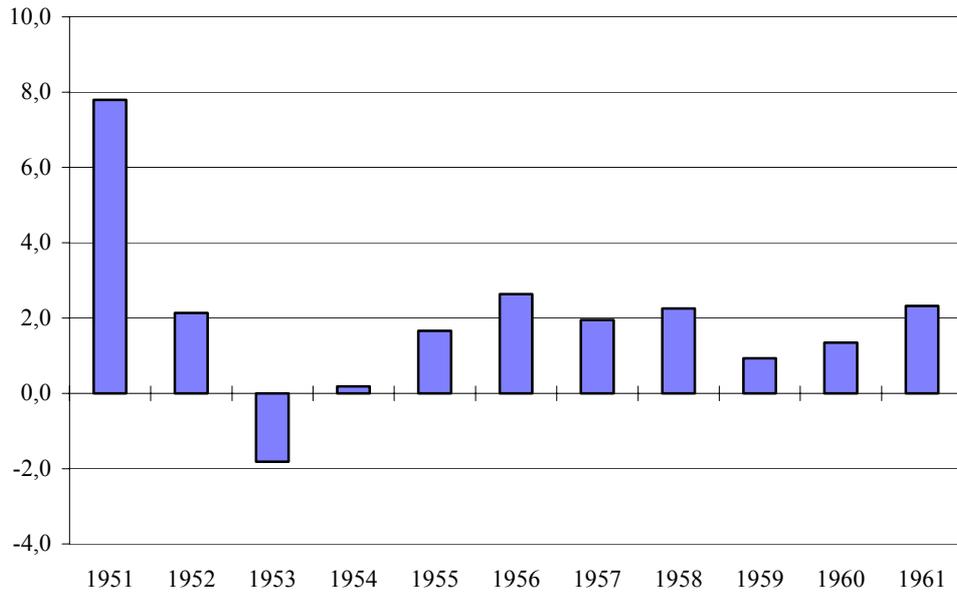
³²Vgl. Abschnitt 3.1.1.

³³Vgl. Schaubild 5-2 und Abschnitt 3.2.1, insbesondere Schaubild 3-3 und z. B. Boarman 1964: 37ff.

³⁴Boarman 1964: 40.

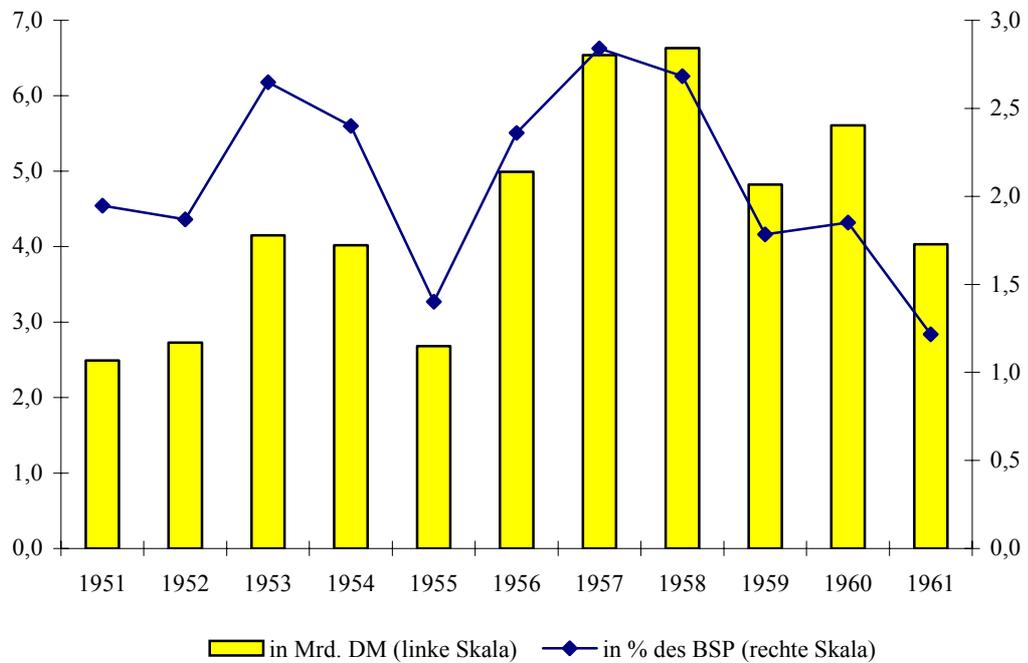
³⁵Yeager 1976: 492.

Schaubild 5-1: Inflationsraten in der BRD (in %) 1951 – 1961



Quelle: Daten des Consumer Price Index (CPI) aus Maddison 1991, Tabelle E.4; eigene Berechnungen.

Schaubild 5-2: Saldo der Leistungsbilanz der BRD 1951 – 1961



Quelle: Deutsche Bundesbank 1988: 5 und 254.

im Nebeneffekt eine sterilisierende Wirkung auf die Geldmenge und wirkten so inflationsdämpfend.³⁶

Jedoch waren diese direkt oder indirekt auf die Realwirtschaft zielenden Maßnahmen unzureichend, um das Problem der Bundesbank zu lösen. So flossen zwischen Januar 1956 und September 1957 Devisen im Wert von 13 Mrd. D-Mark nach Deutschland.³⁷ Daher wurde der treffende Begriff der „importierten Inflation“, obwohl dieser meistens mit den sechziger Jahren assoziiert wird, schon 1956 von Emminger geprägt.³⁸ Die Bundesbank versuchte, der Geldschwemme mit dem klassischen Instrumentarium zu begegnen, wie z. B. dem Diskontsatz, der 1955 und 1956 von 3,5% auf 5,5% angehoben wurde, den Mindestreservesätzen, die bis auf 9% stiegen, und einem Verzinsungsverbot für Ausländerkonten.³⁹

Jedoch wurde die Effektivität dieser Maßnahmen u. a. aufgrund des im Zusammenhang der sechziger Jahre mehrfach geschilderten Zinsdilemmas erheblich reduziert. Boarman erweitert die Sicht auf das Dilemma, indem er argumentiert, daß alle Maßnahmen zum Scheitern verurteilt waren, die die Bedingungen für deutsche Exportüberschüsse, wie z. B. ein relativ geringes Preisniveau, förderten. Boarman schildert das Problem sehr plastisch, indem er sich der griechische Sage bedient: „The Danaids were condemned perpetually to lift water in sieves and failed as the water kept flowing out. The Germans [in reverse, NP] tried to prevent water from rising in a barrel into which water streamed from all sides as soon as the surface was lowered.“⁴⁰

Angesichts der Leistungsbilanzüberschüsse und Kapitalzuflüsse fanden 1956 und insbesondere 1957 ernsthafte Diskussionen über eine mögliche Aufwertung der D-Mark statt, die auch im Ausland geführt wurden.⁴¹ Aus Sicht der anderen EZU-Länder störte die restriktive Geldpolitik der Bundesbank das Funktionieren der Zahlungsunion, so daß z. B. die Diskontpolitik 1956 deutlich kritisiert wurde.⁴² Ein anderer Kritikpunkt war die Entwicklung der Währungs- und insbesondere Goldreserven, die als Ergebnisse der Exportüberschüsse zwischen 1951 und 1958

³⁶Vgl. z. B. Kaplan und Schleiminger 1989: 251f.

³⁷Berger 1997: 68.

³⁸Holtfrerich 1998: 405.

³⁹Vgl. z. B. Boarman 1964: 67ff.

⁴⁰Boarman 1964: 77.

⁴¹Vgl. z. B. Holtfrerich 1998: 401ff., Tüngeler, Teil II, S. 36ff. und Emminger 1986: 78ff.

⁴²Holtfrerich 1998: 398ff. Zur Haltung des Auslands vgl. auch James 1996: 110ff. sowie Kaplan und Schleiminger 1989: 245ff.

von 116 Mio. D-Mark auf fast 11 Mrd. D-Mark anstiegen.⁴³ Damit besaß die BRD die zweitgrößten Goldreserven nach den USA.⁴⁴ Obwohl als radikale Alternative eine frühe Aufwertung wohl am geeignetsten gewesen wäre, bestanden gegenüber dieser Option erhebliche deutsche Widerstände, da die Verantwortung bei den Defizitländern gesehen wurde. Oder wie es Wilhelm Vocke formulierte: „Es sei Sache der Kranken sich einer Abwertungsoperation zu unterziehen, ein Gesunder brauche sich nicht operieren zu lassen.“⁴⁵

Vor dem Hintergrund dieser u. a. politisch eingeschränkten Handlungsoptionen erscheint eine Prüfung der Einsatzmöglichkeiten des Swapinstruments umso sinnvoller. Bevor jedoch der eigentliche Einsatz diskutiert werden kann, sind die institutionellen sowie Markt Voraussetzungen im Zeitraum 1955 bis 1958 zu klären. Im Hinblick auf die institutionellen Aspekte ist entscheidend, inwieweit eine De-facto-Konvertibilität gegenüber dem US-Dollar vor dem 1. Januar 1959 gegeben war, d. h. vor der Auflösung der EZU und der Einführung der De-jure-Konvertibilität. Die De-facto-Konvertibilität ergab sich durch ein zweistufiges System: im Rahmen der EZU wurden Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite der Mitglieder verrechnet, die u. a. in Pfund Sterling konvertierbar waren. Da Pfund Sterling wiederum in Dollar getauscht werden konnte, bestand auf indirektem Weg eine Konvertierbarkeit für alle EZU-Mitglieder. Bis 1955 handelte es sich jedoch um einen zweigeteilten Markt, d. h. einen Teilmarkt, in dem Bürger oder Unternehmen in der *Sterling area* Transaktionen mit Partnern in den USA zum Paritätskurs von 2,80 US-Dollar pro Pfund abwickeln konnten, und einen zweiten, wie z. B. Zürich, in dem Pfund zu einem niedrigeren Kurs getauscht werden konnte. Um u. a. die Signalwirkung dieses Deports zu vermeiden, intervenierte die Bank of England ab Februar 1955 auch in diesem zweiten Markt, worauf sich die Kurse bis auf einen Prozentpunkt angleichen. Da des weiteren Devisenbeschränkungen ab 1955 reduziert wurden, erhöhte sich nicht nur die De-facto-Konvertibilität des Pfundes, sondern auch die der anderen EZU-Währungen und damit der D-Mark, so daß mögliche Swapinterventionen nicht von institutionellen Barrieren verhindert wurden.⁴⁶ Dieser Punkt läßt sich auch einfach dadurch belegen, daß die ersten offiziellen

⁴³Vgl. Bundesbank 1988: 26 und Schaubild 3-11.

⁴⁴Boarman 1964: 79f.

⁴⁵Holtfreich 1998: 404.

⁴⁶Vgl. Tew 1985: 37f. und 42f.

Swaptransaktionen der Bundesbank ab Oktober 1958 durchgeführt wurden, d. h. vor dem offiziellen Übergang zu Konvertibilität!⁴⁷

Die andere zu klärende Frage betrifft die Integration der Finanzmärkte oder genauer, ob diese ausreichend war für effiziente Swapinterventionen. Für den Zusammenhang zwischen US-Dollar und britischem Pfund, der als letztes Glied in einer möglichen Wirkungskette deutscher Swapinterventionen entscheidend war, zeigt z. B. Reading für einzelne Zeiträume zwischen 1951 und 1959, daß Veränderungen am Terminmarkt durch den Abgleich mit der Devisenmarkttheorie gut erklärbar sind und somit eine enge Verbindung bestand.⁴⁸ Ein weiterer Indikator für den Grad der Marktintegration ist die Korrelation der Zinsentwicklung, genauer inwieweit das Theorem der gedeckten Zinsparität erfüllt ist.⁴⁹ Grubel hat dieses für den Zeitraum 1956 bis 1959 für die Beziehungen zwischen mehreren Finanzplätzen analysiert. Für die Wechselbeziehung New York – London kommt er zu dem Schluß: „In general, the behaviour of the series exhibits a remarkable agreement between empirical evidence and theoretical considerations. Whenever outside information discloses no hints of speculation, arbitrage margins are smaller than one half-percentage point.“⁵⁰ Die entscheidende Einschränkung ist natürlich, daß die Ergebnisse bezüglich der gedeckten Zinsparität für Spekulationsphasen, wie z. B. 1957, nicht gültig waren. Grubel hat jedoch in einer früheren Studie versucht zu zeigen, daß auch in den Perioden intensiver Spekulation die Beziehung zwischen den Märkten eng war und zunehmend enger wurde.⁵¹

Die Einschätzung, daß vor allem die D-Mark in die internationalen Devisenmärkte auch schon vor 1959 in hohem Maße integriert war, bedarf jedoch des Vergleichs mit der Zeit nach der Auflösung der EZU. Erweitert man z. B. die schon erwähnte Analyse zur gedeckten Zinsparität zwischen einzelnen Finanzplätzen und untersucht die Möglichkeiten zur Dreiecksarbitrage, z. B. zwischen Frankfurt, London und New York, so zeigt sich eine deutliche Verringerung der Margen nach dem Übergang zur Konvertibilität.⁵² Einen solchen Sprung in der Marktintegration

⁴⁷Vgl. z. B. Neldner 1970: 136ff.

⁴⁸Vgl. Reading 1960. Vgl. auch Küng 1953, der ex ante Überlegungen zu den Auswirkungen möglicher Ausweitung der Pfundkonvertibilität darlegt.

⁴⁹Vgl. Abschnitt 2.2.2.

⁵⁰Grubel 1966: 68ff. Ergänzende Daten zur Liquidität der Märkte finden sich z. B. bei Fensch 1963: 31.

⁵¹Grubel 1965: 260ff.

⁵²Grubel 1966: 90ff.

ab 1959 wird auch von Berger festgestellt. Dieser hat für den Zeitraum 1956 bis 1961 den Zusammenhang zwischen Devisenzuflüssen nach Deutschland und z. B. der Diskontsatzdifferenz von Federal Reserve und Bundesbank analysiert.⁵³ Mit anderen Worten: die Finanzmärkte waren vor 1959 zu einem Grad integriert, der wohl ausreichend für umfangreiche Swapinterventionen gewesen wäre, jedoch stellt der Übergang zur De-jure-Konvertibilität immer noch eine signifikante Veränderung dar.⁵⁴

Ausgehend von der Einschätzung, daß ein Swapengagement zwischen 1955 und 1958 sowohl institutionell als auch von den Marktbedingungen her möglich gewesen wäre, stellt sich die Frage nach der Höhe einer möglichen Intervention. Zieht man zum Vergleich wiederum die Zeit nach 1959 heran, so erscheinen Volumina von ca. 1,5 Mrd. D-Mark als Größenordnung plausibel.⁵⁵ Die erheblich umfangreicheren Interventionen nach der Aufwertung von 1961, die Volumina von 3,5 – 4 Mrd. D-Mark erreichten, könnten nur sehr eingeschränkt als direkte Referenz verwendet werden, da sie nach einer Paritätsänderung erfolgten, d. h. einem Szenario, das durch eine Swapintervention hätte vermieden werden sollen. Ein Swapengagement von ca. 1,5 Mrd. D-Mark wäre nach aller Wahrscheinlichkeit am New Yorker Finanzplatz durch die Geschäftsbanken angelegt worden. Obwohl keine Kooperation wie im Rahmen des Swapnetzwerks zu erwarten gewesen wäre, wäre wahrscheinlich ebensowenig mit einer negativen Reaktion seitens der USA gegenüber einer solchen Politik zu rechnen gewesen, da die außenwirtschaftliche Situation im Zeitraum 1955 bis 1958 vergleichbar mit der in den 1960er Jahren war.⁵⁶

Obwohl somit ein signifikantes Engagement in einem *Counterfactual* möglich erscheint, gilt es eine Reihe von Aspekten zu bedenken, u. a. ob die diskutierte Größenordnung ausreichend gewesen wäre, um eine signifikante Wirkung im Kontext der importierten Inflation zu erzielen. Ein kontinuierliches Swapengagement in einer Größenordnung von 1,5 Mrd. D-Mark hätte einem Viertel bis maximal einem Drittel des Leistungsbilanzüberschusses entsprochen, was

⁵³Vgl. Berger 1997: 67.

⁵⁴Zeitgenössische Überlegungen, wie die Konvertibilität sich auf die Möglichkeiten der Zentralbank zur Intervention auswirken könnte, finden sich z. B. bei Hankel 1959.

⁵⁵Vgl. Schaubild 3-12.

⁵⁶Vgl. Schaubild 4-3. Zwischen 1955 und 1958 war die US-Leistungsbilanz tendenziell positiv, die Grundbilanz jedoch fast durchgängig negativ.

signifikant, jedoch nicht hinreichend gewesen wäre, um den inflationären Druck vollständig zu kompensieren.⁵⁷ Eine Erhöhung der Interventionsvolumina wäre wiederum eine wenig realistische Alternative gewesen, da dies bedeutet hätte, daß die Geldexporte der Geschäftsbanken insgesamt hätten höher sein müssen als Anfang der sechziger Jahre, d. h. unter Bedingungen vollständiger Konvertibilität.⁵⁸ Ein weiterer Aspekt, der gegen deutlich höhere Swapinterventionen gesprochen hätte, wäre der Verlust eines spezifischen Vorteils des Swaps, nämlich keine Signalwirkung, wie z. B. der Diskontsatz, an die Märkte zu geben.⁵⁹ Auch wenn diese Einschränkungen bei einem möglichen Einsatz des Swapinstruments vor 1959 bestanden hätten, stellen sie jedoch keine ausreichende Begründung dafür dar, warum dieses Instrument überhaupt nicht diskutiert wurde – denn es finden sich keine diesbezüglichen Hinweise in den Akten der Bank deutscher Länder oder der Bundesbank.

Die bisherige Argumentation hat sich darauf fokussiert, ob aus theoretisch-volkswirtschaftlicher Sicht ein Einsatz des Swaps möglich gewesen wäre. Jedoch hängen Entscheidungen bezüglich währungspolitischer Instrumente auch in hohem Maße von der Akzeptanz derselben in verschiedenen Kontexten ab, z. B. die zeitgenössische wissenschaftliche Diskussion oder allgemeine währungspolitische Überlegungen. So waren die theoretischen Grundlagen für eine Swappolitik zwar seit der Zwischenkriegszeit gelegt.⁶⁰ Betrachtet man jedoch die zeitliche Verteilung der Publikationen zu diesem Thema, so ist der Großteil erst nach 1959 erschienen.⁶¹ Es ergibt sich somit ein anti-innovativer Teufelskreis: da die Zentralbank ein neues Währungsinstrument nicht anwendet, wird dieses kaum wissenschaftlich diskutiert, was die Einführung wiederum erschwert.

Der zweite und wahrscheinlich entscheidende Akzeptanzaspekt betrifft die Frage, wie üblich oder unüblich Swapinterventionen in der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre waren und inwieweit sie zum Selbstverständnis der Bundesbank paßten. Wie am Anfang des vierten Kapitels geschildert, bedurfte es einer Reihe

⁵⁷Vgl. Schaubild 3-3. Von 1955 bis 1958 betrug der US-Leistungsbilanzüberschuß im Durchschnitt 5,2 Mrd. D-Mark.

⁵⁸Vor der Aufwertung der D-Mark im März 1961 erreichten die Geldexporte maximal ein Niveau von 2 – 2,5 Mrd. D-Mark, vgl. Schaubild 3-12.

⁵⁹Vgl. auch Abschnitt 2.1.2.

⁶⁰Vgl. z. B. Einzig 1937, Einzig 1938 und Kindleberger 1939.

⁶¹Hier sind beispielhaft zu nennen: Bernholz 1969, Bloomfield 1964, Braun 1965, Brehmer 1964b, Dudler 1966, Einzig 1963, Grubel 1966, Neldner 1970.

positiver Erfahrungen mit Swapgeschäften vor und nach der Aufwertungskrise von 1961, um z. B. die Fed und das Treasury davon zu überzeugen, daß Swapinterventionen im Rahmen eines Netzwerks sinnvoll wären.⁶² Aus dieser internationalen oder genauer US-amerikanischen Sicht spielte die Bundesbank mit ihrer Swappolitik ab Oktober 1958 schon eine Vorreiterrolle, die ihr zu einem früheren Zeitpunkt noch schwerer gefallen wäre. Läßt man des weiteren die Diskussionen bei der Einführung durch die Bundesbank nochmals Revue passieren, z. B. Hermann Tepes entrüstete Äußerung im Juli 1959 „Das würde ja voraussetzen, daß die Gestaltung der Swapsätze zu der grundsätzlichen Technik der Notenbank gehört“⁶³, so wird zum einen deutlich, wie gering die anfängliche Akzeptanz war. Zum zweiten wird erkennbar, daß der Swap als interventionistisches, den Markt verzerrendes Mittel gesehen wurde. Diese Rolle wollte die Bundesbank in einem sich gerade etablierenden Markt mit freier Konvertibilität nicht spielen. Überträgt man diese Überlegungen auf den Zeitraum 1955 bis 1958 wäre die Bereitschaft wahrscheinlich noch geringer gewesen, weil in der Einschätzung der Bundesbank der Swap den Weg beim Übergang von De-facto- zu De-jure-Konvertibilität erschwert hätte.⁶⁴

Zusammenfassend: Die Frage, ob massive Swapinterventionen vor 1959 den durch Leistungsbilanzüberschüsse verursachten Inflationsdruck abgefedert hätten, kann dreigeteilt beantwortet werden. Die Voraussetzungen institutioneller und markt-technischer Art waren weitgehend gegeben. Jedoch hätte ein Interventionsvolumen, das dem nach 1959 vergleichbar war, nicht ausgereicht, die Wirkung der Leistungsbilanzüberschüsse vollständig zu kompensieren. Entscheidend jedoch, warum auch eine begrenzte Intervention innerhalb der Bundesbank nicht diskutiert wurde, war die relative Neuheit des Swapinstruments und der aus Sicht der Bundesbank bestehende Widerspruch zwischen freien Devisenmärkten und Swapinterventionen. Oder knapper formuliert: der ökonomische Zeitgeist war vor 1959 leider noch nicht bereit für die Swappolitik.

⁶²Vgl. insbesondere Abschnitte 4.1 und 4.2.2.

⁶³Vgl. Abschnitt 3.1.

⁶⁴Vgl. Abschnitt 3.2.1.

