

6. ZUSAMMENFASSUNG

Im letzten Abschnitt soll dem eiligen Leser das Thema „Die Swappolitik der Deutschen Bundesbank und die Kooperation der Zentralbanken 1959 – 1969“, d.h. die Fragestellung, empirischen Ergebnisse und Schlußfolgerungen, in konzentrierter Form zugänglich gemacht werden. Um eine schnelle Orientierung zu erleichtern, weist das Fazit dieselbe Grundstruktur wie die Arbeit auf und es wird auf die jeweiligen dargestellten Abschnitte verwiesen.

Bretton Woods gilt in seiner Hochphase von 1959 bis 1969, d. h. zwischen der Einführung voller Konvertibilität und der zweiten Aufwertung der D-Mark, immer noch als *Best-practice*-Beispiel eines globalen Fixwechselkursregimes für die Nachkriegszeit. Dennoch litt dieses System unter einer Reihe von Problemen, die zum Teil in Form von Dilemmata formuliert werden können, die sich im Laufe des Beobachtungszeitraums verschärften und schließlich zu seiner Auflösung 1971 führten. Hervorzuheben sind das Triffin-Dilemma, welches die internationale Liquiditätsknappheit und die ambivalente Rolle der USA beschreibt, und das Zinsdilemma der Zentralbanken, d. h. die eingeschränkte Wirksamkeit einer anti-inflatorischen Diskontpolitik.¹

Das Ziel der Arbeit ist es zu analysieren, inwieweit diese Dilemmata durch die Swappolitik, also die Kombination von Devisengeschäften auf dem Kassa- und auf dem Terminmarkt, gelöst wurden und sich dadurch das System von Bretton Woods stabilisierte. Die These der Arbeit lautet, daß die Swappolitik in verschiedenen Bereichen hierzu einen wichtigen Beitrag leisten konnte: zum einen durch Abmilderung des Zinsdilemmas z. B. für die Deutsche Bundesbank, zum zweiten durch Schaffung zusätzlicher kurzfristiger Liquidität im Rahmen des Swapnetzwerks der Federal Reserve Bank of New York.

Die Frage, wie entscheidend diese Vorteile für Bretton Woods waren, wird auf Basis der Sekundärliteratur und neuem Archivmaterial von drei Zentralbanken – der Deutschen Bundesbank, der Bank of England und der Federal Reserve Bank of New York – sowie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich analysiert. Der

¹Vgl. Abschnitt 1.1.

Großteil der Sekundärliteratur stammt aus den späten fünfziger und den sechziger Jahren und fokussiert in vielen Fällen auf die Beschreibung der Devisenterminmarkttheorie, wobei die empirische Analyse (mit einigen wichtigen Ausnahmen) oft weniger detailliert ist. Abgesehen davon, daß die Archivunterlagen wertvolle Informationen, z. B. zur Höhe der Swapengagements, enthalten, liefern sie aufgrund der abgelaufenen 30-jährigen Sperrfrist eine neue, interne Perspektive auf die Politik der einzelnen Zentralbanken und auf Bretton Woods als Gesamtsystem. Somit erlaubt die Kombination von Archivergebnissen mit anderen Quellen eine detaillierte Betrachtung von drei Faktoren, die sich gegenseitig beeinflussten: die interne Agenda der Zentralbanken, die offizielle Währungspolitik und die Reaktion des Marktes.²

Um die Wirkungsweise des Swapinstruments zu bewerten, bedarf eines theoretischen Rahmens für die Funktionsweise des Devisenterminmarkts, wobei der Fokus auf Theorien gelegt wird, die auch den Akteuren in den sechziger Jahren bekannt waren, und die für eine empirische Analyse relevant sind.³ Entscheidend für das Verständnis des Mehrwerts, den das Swapinstrument lieferte, ist der durch das Fixwechselkursystem eingeschränkte Handlungsspielraum der Zentralbanken. Dieser wird deutlich am Beispiel der BRD, die in den 1960iger Jahren nahezu kontinuierlich Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftete, aber nicht bereit war, eine höhere Inflationsrate als die Handelspartner in Kauf zu nehmen. Der Versuch, diesen Anpassungsmechanismus durch eine anti-inflatorische Geldpolitik auszuhebeln, mußte scheitern, da die Anhebung z. B. des Diskontsatzes weitere Anreize für Liquiditätszuflüsse bot. Das Zinsdilemma war somit ein Aspekt des eingeschränkten Spielraumes der Zentralbank oder genauer des Zielkonflikts von Außen- und Binnenorientierung.⁴

Das Swapinstrument konnte unter zwei Bedingungen eingesetzt werden: bei der Zinsarbitrage oder in einer Spekulationssituation. Auf Basis der Kombination von Bruttozinsdifferenz und Swapsatz, die sich laut dem Theorem der gedeckten Zinsparität aufheben sollen, entscheiden sich die Banken zwischen einer Anlage im Aus- oder im Inland, solange ähnliche Risikokriterien erfüllt sind und eine Indifferenzmarge überschritten wird. Die Zentralbank kann durch das Angebot von

²Vgl. Abschnitt 1.3.

³Abschnitt 2.1.1.

⁴Vgl. auch Abschnitt 2.1.2

Swapkonditionen, die günstiger als der Markt sind, z. B. Geldabflüsse in Volumen und Laufzeit (normalerweise drei bis sechs Monate) versuchen zu steuern. Auf diese Weise kann z. B. der aus den Leistungsbilanzüberschüssen resultierende inflationäre Druck reduziert werden, ohne jedoch die Signalwirkung der Diskontpolitik zu haben.⁵

Eine vollständig andere Rolle spielt der Swap bei Spekulationen. Hier ist es Ziel des Anlegers in Erwartung einer Auf- oder Abwertung, die Differenz zwischen Terminkurs und von ihm erwarteten Kassakurs auszuschöpfen. In diesem Kontext, der von der theoretischen Literatur bei weitem nicht so detailliert geschildert wird wie der Fall der Zinsarbitrage, kann die Zentralbank mehrere Ziele verfolgen: sich über Swapabkommen mit anderen Zentralbanken Liquidität für Interventionen zu verschaffen oder den Rückfluß der Gelder nach einer Währungskrise zu begleiten. Der Vorteil der zum Swapnetzwerk kombinierten Swapabkommen gegenüber anderen Kreditfazilitäten bestand darin, daß die Zentralbanken diese kurzfristig (und zum Teil ohne sie zu publizieren) nutzen konnten, welches in Währungskrisen von entscheidender Bedeutung sein konnte.⁶

Im Fall der Bundesbank und ihrer Swappolitik wurde zunächst das Ziel verfolgt, den Geschäftsbanken den Übergang zur De-Jure-Ausländerkonvertibilität am 1.1.1959 durch eine Subvention der Geldexporte zu erleichtern. Nach dem Erfolg dieser unterstützenden Maßnahmen, die von Oktober 1958 bis Ende 1959 andauerten und ein Volumen von über 1 Mrd. D-Mark erreichten, stellte sich die Frage, ob der Swapeinsatz nicht fortgeführt werden sollte. Das Ziel würde dabei nicht mehr eine „Anschubfinanzierung“ der Auslandsguthaben der Geschäftsbanken sein, sondern mit Hilfe des Swaps Geldexporte zu fördern und auf diesem Weg die Wirkung der Leistungsbilanzüberschüsse auf die Preisentwicklung, die sogenannte „importierte Inflation“, zu verringern.⁷ In der Rückschau erscheint eine solche Politik im hohen Maße sinnvoll, da das Inflationsniveau in den sechziger Jahren nahe an oder über dem 2%-Niveau lag, das die Bundesbank als schleichende Inflation definierte.⁸ Der Zusammenhang mit den Leistungsbilanzüberschüssen wird insbesondere deutlich für

⁵Vgl. Abschnitt 2.2.2.

⁶Vgl. insbesondere Abschnitt 2.1.3 und 2.3.

⁷Vgl. Abschnitt 3.2.1 und Schaubild 3-12.

⁸Vgl. Abschnitt 3.1.1.

den Zeitraum bis 1961, d. h. vor der ersten Aufwertung, und für die Jahre 1967 bis 1969: Der Saldo betrug ca. 1% bzw. 2% des BSPs.

Trotz dieser den Swapeinsatz begünstigenden Bedingungen bedurfte es langwieriger Überzeugungsarbeit durch Johannes Tüngeler, der für die Devisenmarktgeschäfte der Bundesbank verantwortlich war. Die Zurückhaltung gegenüber dem Swap läßt sich zum einen mit der Neuheit des Instruments im internationalen Kontext erklären, zum zweiten mit der verbreiteten Einschätzung, daß die Swappolitik einen illegitimen Eingriff in das Marktgeschehen darstellte, der insbesondere unmittelbar nach dem Übergang zur Konvertibilität zu vermeiden sei. Die entscheidende Erfahrung für den Zentralbankrat und seine Meinungsänderung war das Fehlschlagen der geldpolitischen „Breitseite“ 1960, d. h. die Beobachtung, daß eine binnenwirtschaftlich orientierte anti-inflatorische Politik so massive Liquiditätszuflüsse auslöste, so daß das gesetzte Ziel verfehlt wurde.⁹

Dieser Erkenntnisprozeß wurde durch die Aufwertung der D-Mark weiter beschleunigt, da in der spekulativen Phase vor und nach März 1961 erstens deutlich wurde, wie notwendig eine enge internationale Kooperation war, zweitens der relative Erfolg von Termininterventionen bei der Steuerung der Märkte erkennbar war und drittens die USA bereit waren, eine solche Politik zu unterstützen. Vor diesem Hintergrund gewann das Swapinstrument ausreichend an Legitimität und wurde bis 1969 eingesetzt. In den meisten Fällen handelte es sich um Swapangebote an die Geschäftsbanken mit einer Laufzeit von 90 Tagen, die auf US-Dollar lauteten und bisweilen eines Nachweises der Anlage in US-Treasury Bills forderten, um Mißbrauch im Rahmen von Karusselgeschäften zu vermeiden. Im Zeitraum 1961 bis 1962 erreichten die Swapengagements der Bundesbank ein Niveau von bis zu 3,5 – 4 Mrd. D-Mark.¹⁰

In den folgenden Jahren, d. h. von 1963 bis 1966, gingen die Swapvolumina deutlich zurück und betrugen im Durchschnitt ca. 800 Mio. D-Mark.¹¹ Die Zurückhaltung der Bundesbank schlägt sich nicht nur in den geringen Volumina nieder, sondern auch in dem geringen Subventionssatz, d. h. der Differenz zwischen den Swapsätzen am freien Markt und dem der Bundesbank.¹² Hintergrund dieser

⁹Vgl. Abschnitt 3.2.1 und Schaubild 3-12.

¹⁰Vgl. Abschnitt 3.1.2 und Schaubild 3-12.

¹¹Vgl. Abschnitt 3.3 und Schaubild 3-17.

¹²Vgl. Schaubild 3-7 und 3-8.

geringen Engagements war u. a., daß der Saldo der Leistungsbilanz 0,5 % des BSPs nicht überstieg und für 1965 sogar einen deutlich negativen Wert aufwies.¹³

Ab 1967 wurde nicht nur die Leistungsbilanz wieder zu einem Thema – der positive Saldo schnellte auf über 10 Mrd. D-Mark hoch – sondern auch die internationalen Bedingungen verschlechterten sich. So hatte die britische Regierung zwischen 1964 und 1967 mehrfach versucht, die Abwertung des britischen Pfundes zu vermeiden, mußte sich jedoch im November 1967 der Realität stellen. Die Abwertung der bis dahin zweitwichtigsten Reservewährung löste auf den Finanzmärkten erhebliche Unruhe und auch Spekulationen über eine mögliche D-Mark-Aufwertung aus.¹⁴ Diese kritische Entwicklung wurde durch die Studentenproteste in Frankreich ab Mai 1968 verschärft, so daß wiederholt eine multilaterale Paritätsänderung diskutiert wurde – u. a. bei der Bonner Konferenz im November 1968 – jedoch letztendlich keine Anpassung erfolgte. Während dieser unruhigen und, was das Ergebnis der Bonner Konferenz betrifft, auch enttäuschenden Zeiten, sah sich die Bundesbank genötigt, massiv auf den Devisenmärkten zu intervenieren. Während in der ersten Jahreshälfte 1968 die Volumina ihres Swapengagements noch um 2 Mrd. D-Mark schwankten, explodierten sie geradezu ab September 1968 und erreichten ihren höchsten Stand mit 11 Mrd. D-Mark im Januar 1969. Dies entsprach mehr als einem Viertel der Währungsreserven und sonstigen Auslandsaktiva der Bundesbank!¹⁵

Diese Volumina wären für die Märkte so alarmierend gewesen, daß die Publikation der Swapengagements, die bisher im *Monatsbericht* der Deutschen Bundesbank erfolgt war, ab Oktober 1968 eingestellt wurde. In Ermangelung der Archivdaten – die Höhe der Engagements wurden u. a. Direktoriumssitzungen genannt – konnte die zeitgenössische Sekundärliteratur die Signifikanz der Intervention nur unzureichend würdigen. Dies gilt auch für den weiteren Verlauf der Swapinterventionen. Diese wurden bis zur zweiten Aufwertung der D-Mark fortgesetzt und zwar auf einem hohen Niveau von 4 bis 6 Mrd. D-Mark.¹⁶

Die Politik der Jahre 1968 und 1969 belegt deutlich die bisweilen „verkehrte“ Rolle des Swapinstruments: Entgegen der ökonomischen Theorie erfolgten die

¹³Vgl. Abschnitt 3.3.

¹⁴Vgl. Abschnitt 3.4.1.

¹⁵Vgl. Abschnitt 3.4.3.

¹⁶Vgl. Abschnitt 3.4.3.

höchsten Swapengagements nicht zur Lenkung von zinsinduzierten Geldzuflüssen, sondern zur Abwendung von Währungskrisen. Der Einsatz in solchen Situationen eröffnete jedoch auch die Möglichkeit des Mißbrauchs der von der Bundesbank zur Verfügung gestellten Mittel, z. B. durch sog. Karusselgeschäfte. Obwohl diese Problematik wiederholt ein Grund war, die Effektivität der Swappolitik zu hinterfragen, griff die Deutsche Bundesbank aus Mangel an Alternativen immer wieder auf das Swapinstrument zurück.

Im Vergleich zur Deutschen Bundesbank zielten die Swapabkommen der Federal Reserve Bank of New York, die das Swapnetzwerk und damit das Herzstück der Kooperation zwischen den Zentralbanken bildeten, von vornherein auf die Intervention auch in Krisensituationen. Diese Krisen wurden u. a. als Ausdruck des sich verschärfenden Triffin-Dilemmas gewertet. Dieses besagt, daß die USA entweder unter Inkaufnahme der kontinuierlichen Reduzierung ihrer Goldreserven auf dem Wege des Zahlungsbilanzdefizits der Weltwirtschaft zusätzliche Liquidität in Dollar zur Verfügung stellen konnten, welches langfristig bei zu geringen Goldreserven das Vertrauen in den Dollar schwächen würde; oder die USA konnten die Zahlungsbilanzdefizite einschränken und damit der Weltwirtschaft die benötigten Liquiditätszuwächse vorenthalten. Die Brisanz der Problematik wird anhand der Goldverluste der USA deutlich: zwischen 1959 und 1968 schmolzen die Reserven von 19,5 auf 10,9 Mrd. US-Dollar zusammen.¹⁷

Jedoch konnte die Dramatik der Entwicklung aus der Perspektive Anfang der sechziger Jahre nur geahnt werden, so daß wie im Fall der Bundesbank, auch bei der Fed und dem Treasury erhebliche Überzeugungsarbeit nötig war. Diese wurde von Charlie Coombs, der für die Devisengeschäfte der Federal Reserve Bank of New York verantwortlich war, geleistet. Hilfreich waren in diesem Zusammenhang die positiven Erfahrungen, die die US-amerikanischen Verantwortlichen mit Devisenmarktinterventionen zugunsten der D-Mark nach der Aufwertung im März 1961 gemacht hatten. Diese Interventionen wurden als Teil einer verstärkten internationalen Kooperation gesehen, die sich u. a. in der Schaffung des Londoner Goldpools, den Allgemeinen Kreditvereinbarungen und den Basler Abkommen zur Stützung des britischen Pfundes niederschlug. In dieser internationalen Kooperation

¹⁷Vgl. Abschnitt 4.1 und Schaubilder 4-3 und 4-4.

bildete, wie es Charlie Coombs formulierte, das Swapnetzwerk die „first line of defence“ von Bretton Woods.¹⁸

Der Aufbau des Swapnetzwerks wurde im Auftrag des Federal Open Market Committees und des Treasury durch die Federal Reserve Bank of New York vorangetrieben. Im Lauf des Jahres 1962 wurden Swapabkommen u. a. mit der Banque de France, der Bank of Canada, der Schweizerischen Nationalbank, der Bank of England und der Deutschen Bundesbank abgeschlossen, die ein Gesamtvolumen von 1,1 Mrd. US-Dollar hatten. Das Maximalvolumen steigerte sich bis 1970 auf 12 Mrd. US-Dollar.¹⁹ Der große Vorteil des Swapnetzwerks bestand darin, daß die Swapfazilitäten als Stand-by-Kredite vereinbart wurden, d. h. sehr schnell und unbürokratisch abgerufen werden konnten. Dies erwies sich z. B. als entscheidend in der drohenden Dollarkrise nach der Ermordung Kennedys am 22. November 1963. Coombs konnte auf Swaplinien mit einem Gesamtvolumen von 2 Mrd. US-Dollar zurückgreifen und mit dieser Ankündigung die Marktteilnehmer beruhigen.

Dieser erste ernsthafte Test des neuen Netzwerks überzeugte auch die Verantwortlichen der Bank of England, die insbesondere zwischen 1964 und 1967 „Dauerkunden“ der Swapfazilitäten waren. Die Interventionen der Bank of England sind aus mindestens zwei Perspektiven von besonderem Interesse: zum einen war das britische Pfund nach dem US-Dollar die zweitwichtigste Reservewährung, d. h. eine Abwertung hätte Bretton Woods als Ganzes schwer erschüttern können. Zum zweiten versuchte die Bank of England kontinuierlich, den Markt nicht nur durch Intervention sondern auch durch einen „kreativen“ Umgang mit den publizierten Zahlen zu beeinflussen. Die sich ergebende Frage ist, wie lange ein solches Spiel gegen den Markt erfolgreich sein konnte.

Einige Kerndaten zur britischen Lage verdeutlichen, warum dieser Weg von der Bank of England beschritten wurde. Großbritannien litt unter einer sehr volatilen, z. T. negativen Leistungsbilanz und einer fast durchgängig negativen langfristigen Kapitalbilanz. Das Defizit der beiden Bilanzen betrug z. B. 1964 695 Mio. Pfund, welches angesichts von Währungsreserven in Höhe von ca. 1 Mrd. Pfund eine bedrohliche Größenordnung darstellte. Diese Situation wurde ab Oktober 1964 durch den Zielkonflikt der Labourregierung verschärft, die eine expansive

¹⁸Vgl. Abschnitt 4.2.1.

¹⁹Vgl. Abschnitt 4.2.2 und Schaubild 4-5.

Wirtschaftspolitik verfolgen wollte, ohne jedoch die begleitenden außenwirtschaftlichen Defizite in Kauf nehmen zu können.²⁰ Ohne diesen Konflikt an der Wurzel zu lösen, wurde bis zur Abwertung im November 1967 versucht, die Parität des Pfundes zu verteidigen. Auch wenn dieses z. B. 1964 und 1966 gelang und 1965 im sogenannten *Bear squeeze* die Abwertungserwartungen deutlich bekämpft werden konnten, so löste eine Reihe für Großbritannien unglücklicher Umstände die letzte Krise 1967 aus, die zur Abwertung des Pfundes im November führte.²¹

Aus den Erfahrungen der Bank of England sind zwei Schlußfolgerungen zu ziehen: zum einen, daß ein kurzfristiges „Spiel“ gegen den Markt möglich war. So gelang es der Zentralbank, die Marktteilnehmer über die wahre Höhe z. B. der Währungsreserven im Unklaren zu lassen und den Markt mittels massiver Swapengagements zu manipulieren. Der zweite Aspekt betrifft die Kosten der Swapengagements. So war die Bank of England auch in der fast aussichtslosen Währungskrise im Herbst 1967 bereit, hohe Terminverpflichtungen einzugehen und die bei Paritätsänderung anfallenden Kosten zu tragen. Diese beliefen sich nach der Abwertung auf 356 Mio. Pfund. Generell waren die durch die Swappolitik entstehenden Kosten zumindest ex ante somit kein entscheidendes Thema.

Die Abwertung des Pfundes stellte, auch wenn die unmittelbare Krise im November gut überstanden wurde, eine eindeutige Schwächung des Bretton Woods Systems dar. Diese schlug sich u. a. in Spekulationen auf eine Erhöhung des offiziellen Preises der Feinunze Gold nieder, die bisher für 35 US-Dollar gehandelt worden war und deren Kurs u. a. durch den Londoner Goldpool, an dem sich die wichtigsten Zentralbanken beteiligten, gestützt wurde. Angesichts des Spekulationsdrucks und erheblicher Goldverkäufe wurde der Pool im März 1968 aufgelöst und es entstanden zwei getrennte Märkte für Gold: zum einen der zwischen den Zentralbanken, in dem Gold weiterhin für 35 US-Dollar gehandelt wurde, und ein Markt mit freier Preisbildung. Die politischen Unruhen in Frankreich im Mai 1968, die resultierenden Spekulationen gegen den Franc und das Scheitern der Bonner Konferenz, bei der keine multilateralen Paritätsänderungen vereinbart wurden, waren das Vorspiel für die Krisen des Jahres 1969, in dem nacheinander der

²⁰Vgl. Abschnitt 4.3.1.

²¹Vgl. Abschnitt 4.3.2 und 4.3.3.

französische Franc abgewertet und die D-Mark zum zweiten Mal aufgewertet wurde. Diese erzwungenen Paritätsänderungen in Verbindung mit einer weniger international ausgerichteten Politik der USA unter Nixon ebneten den Weg von der Spaltung des Goldmarktes 1968 zur Aufhebung der Goldeinlösepflicht durch die USA im August 1971, welches de facto das Ende von Bretton Woods bedeutete.²²

In den abschließenden Betrachtungen sind zwei Aspekte näher analysiert worden: zum einen, ob das Swapinstrument von der Bundesbank nicht auch schon im Zeitraum 1955 bis 1958 hätte eingesetzt werden können, um den inflationären Druck zu reduzieren, zum zweiten, ob die Swappolitik erfolgreich war, d. h. ob sie z. B. einen signifikanten Beitrag zur Stabilisierung von Bretton Woods leistete.

Die dem *Counterfactual* zugrundeliegende Frage, die von Carl-Ludwig Holtfrerich gestellt wurde, ergibt sich aus der Beobachtung, wie ähnlich die ökonomische und insbesondere geldpolitische Situation der BRD in der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre und in den sechziger Jahren war: Leistungsbilanzüberschüsse, die zu massiven Devisenzuflüssen führten und ein resultierender Inflationsdruck, der mit den herkömmlichen Mitteln, wie z. B. Diskont- und Mindestreservepolitik, nicht effektiv bekämpft werden konnte. In der Analyse der Einsatzbedingungen des Swaps wird gezeigt, daß ab Februar 1955 über den Umweg des Pfundes eine De-facto-Konvertibilität der D-Mark bestand, d. h. schon vor der Einführung der De-jure-Konvertibilität zum 1. Januar 1959. Ebenfalls war die Integration der Finanzmärkte schon so weit vorangeschritten, daß auch diese kein wirkliches Hindernis darstellte. Geht man im Szenario einer Swapintervention zwischen 1955 und 1958 von den Volumina aus, die zwischen 1959 und 1961 eingesetzt wurden und die ca. 1,5 Mrd. D-Mark betragen, so wird deutlich, daß diese einen Beitrag zur Bekämpfung der Inflation hätten leisten, aber den Effekt der deutlich höheren Leistungsbilanzüberschüsse nicht vollständig hätten kompensieren können. Trotz dieser Einschätzung ist erstaunlich, daß diese Handlungsalternative von Bundesbankern nicht in Erwägung gezogen wurde: der ökonomische Zeitgeist schien für diese Überlegung noch nicht bereit gewesen zu sein.²³

Abschließend ist die Ausgangsfrage der Arbeit zu beantworten, d. h. ob die Swappolitik der Bundesbank und das Swapnetzwerk nach bestimmten Kriterien

²²Vgl. Abschnitt 4.4.

²³Vgl. Abschnitt 5.2.

erfolgreich war und inwieweit ein Beitrag zur Stabilisierung von Bretton Woods geleistet wurde.²⁴ Das erste Erfolgskriterium betrifft die Signifikanz der eingesetzten Volumina, welches sowohl im Fall der Bundesbank wie auch des Swapnetzwerks erfüllt wurde. Das Engagement der Bundesbank betrug z. B. im Januar 1969 11 Mrd. D-Mark und entsprach damit 25% der Auslandsaktiva der Bundesbank des Jahres 1968. Vergleicht man die Gesamtkreditlinien des Swapnetzwerks mit den Goldreserven der USA so kommt man zu einem noch deutlicheren Ergebnis: 1969 entsprachen die Swaplinien in Höhe von 11 Mrd. US-Dollar 90% der Goldreserven. Auch das zweite Kriterium, nämlich der bewußte und zielgerichtete Einsatz des Swapinstruments ist erfüllt, wie aus den langwierigen Diskussionen Anfang der sechziger Jahre deutlich wird. Der dritte Aspekt betrifft die Frage, ob die im Einzelfall von den Zentralbanken gesetzten Ziele erreicht wurden. Das Urteil muß hier notwendigerweise differenzierter ausfallen: die Förderung der Geldexporte 1959 durch die Bundesbank war mit Sicherheit hilfreich, ebenso die Unterstützung bei der Rückführung der spekulativen Gelder nach der ersten Aufwertung 1961. Zu diesen positiven Beispielen kann auch der britische *Bear squeeze* von 1965 und die stabilisierende Wirkung des Swapnetzwerks nach der Ermordung Präsident Kennedys gezählt werden. Jedoch sind eine Reihe der Interventionen in der zweiten Hälfte des Beobachtungszeitraums kritisch zu sehen u. a. der Versuch, die Parität des britischen Pfundes im Herbst 1967 unter hohen Kosten zu retten. Die Erfahrungen Großbritanniens illustrieren auch das vierte Kriterium, daß das Swapinstrument ein Spiel gegen den Markt ermöglichte, aber diese Waffe bei kontinuierlichem Einsatz stumpf zu werden drohte. Das letzte Erfolgskriterium betrifft die Frage, inwieweit die Swappolitik einen Beitrag zur Stabilisierung von Bretton Woods leistete. Die Antwort lautet, daß das Swapinstrument nicht nur den einzelnen Zentralbanken wie der Bundesbank, sondern auch dem Gesamtsystem zusätzlichen Handlungsspielraum verschaffte. Jedoch konnte dieser Spielraum aufgrund der kurzen Laufzeiten der Swapkontrakte *per definitionem* nur kurzfristiger Art sein. Die grundlegenden langfristigen Probleme, wie der Liquiditätsmangel, ein unzureichender Anpassungsmechanismus und die Ende der sechziger Jahre schwindende Kooperationsbereitschaft, die letztlich zum Scheitern von Bretton Woods führten,

²⁴Vgl. Abschnitt 5.1.

konnten von einem Währungsinstrument, wie effektiv es auch in Einzelfällen war, nicht gelöst werden.

TABELLENANHANG*

3-1	Abweichung des DM/US-Dollar-Wechselkurses von der Parität 1959 bis August 1969	196
3-4	Bruttozinsdifferenzen zwischen Frankfurt und New York 1959 – 1969	197
3-7	Swapsatz der Bundesbank und am freien Markt 1959 – 1969	201
3-9	Nettozinsdifferenzen mit verschiedenen Deckungsarten 1959 – 1969	205
3-10	Swapengagement der Bundesbank 1959 – 1969	208
4-5	Swapvereinbarungen der Federal Reserve Bank of New York 1962 – 1969	209
4-10	Devisenterminverpflichtungen der Bank of England 1964 – 1967	210

*Nur die Daten werden in Tabellenform wiedergegeben, die nicht unmittelbar über die Sekundärliteratur nachzuvollziehen sind. Dies gilt insbesondere für Devisenterminverpflichtungen der Bundesbank und der Bank of England. Die Numerierung orientiert sich an der der Schaubilder.