ECONSTOR
*Make Your Publications Visible.*

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Becker, Wolf-Dieter

**Article — Digitized Version**

# Lohnt sich ein Hinauszögern der marktmässigen Anpassung von Wechselkursen?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Becker, Wolf-Dieter (1982) : Lohnt sich ein Hinauszögern der marktmässigen Anpassung von Wechselkursen?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 62, Iss. 7, pp. 346-351

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/135700

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

# Lohnt sich ein Hinauszögern der marktmäßigen Anpassung von Wechselkursen?

Wolf-Dieter Becker, Aachen*

**Internationale Differenzen bei den nominellen Zinsniveaus spiegeln bei manipulierten Wechselkursen, wie wir sie in der Realität vorfinden, Differenzen in den tatsächlichen und erwarteten Inflationsraten, Wechselkursänderungserwartungen und Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik wider. Die unausweichlichen Risiken der Änderung von Marktdaten könnten jedoch gemindert und entdramatisiert werden, wenn man die Wettbewerbs- und Marktkräfte voll zum Zuge kommen ließe. Lohnt sich ein Hinauszögern der marktmäßigen Anpassung von Wechselkursen?**

In einer Umwelt variabler Preisniveaus und unabhängig konvertibler Währungen besteht unter sonst gleichen Umständen und auf die Dauer nur die Alternative,

☐ entweder die Wechselkurse unverändert zu halten und die Zins- und Inflationsraten zu harmonisieren, oder aber

☐ eine unterschiedliche Entwicklung der Preisniveaus verschiedener Länder zu akzeptieren und die Wechselkurse unabhängig fluktuieren zu lassen.

Andere Möglichkeiten gibt es nicht. In der politischen Realität müßte die von der Kaufkraft-Paritäten-Theorie angebotene zweite Alternative zum Zuge kommen, d. h. bei unterschiedlichen Inflationsraten die Wechselkurse unabhängig fluktuieren zu lassen.

Auf kurze Sicht wird allerdings der Zusammenhang der Kaufkraft-Paritäten-Theorie durch Veränderungen realer und monetärer Marktdaten gestört, wie es schon Gustav Cassel erwähnte[1] und wie es heute der monetäre Ansatz der Zahlungsbilanztheorie beschreibt[2]. Zinssteigerungen im Ausland werden unmittelbar auf das Inland übertragen und verringern den realen Wert der inländischen Geldvermögensbestände. Es kommt zu Bestandsanpassungsprozessen, d. h. zu einem Netto-Geldexport. Die Devisenströme bewegen sich in Richtung auf die relativ höchsten Zinssätze. Dem versucht man im Abfluß-Land oft mit tendenziell verschärften Restriktionen zu begegnen. Man kann deshalb das Gesamtmuster als konkurrierende Deflationspolitik bezeichnen.

Ihr Ergebnis ist Unsicherheit auf dem internationalen Markt für Finanzierungsmittel. Für die Geschäftsbanken bedeutet dies, daß sich ihr Devisen- und Geldhandel unzuverlässigen und ständig wechselnden Zinsdaten anpassen muß. Richtung und Stärke der internationalen Geldströme sind zum einen von der unterschiedlichen Zinsentwicklung im In- und Ausland und von den Zinserwartungen abhängig. Zum anderen werden sie von Wechselkurserwartungen beeinflußt; genauer gesagt von der Frage, ob, in welchem Ausmaß und wann sich die Wechselkursrelationen verändern werden. Beide Komponenten entwickeln sich nicht unabhängig voneinander. Bereits an dieser Stelle zeigt sich ein Feedback zwischen Zins- und Wechselkursrisiko.

* Leicht gekürzte Fassung eines Vortrages gehalten im Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Freiburg i.Br. am 11. Mai 1982.

*Dr. Wolf-Dieter Becker, 60, Dipl.-Volkswirt, ist Geschäftsführer des Verbandes öffentlicher Banken e. V. in Bonn.*

[1] Gustav Cassel: Theoretische Sozialökonomie, Kap. XII, 5. Auflage, Leipzig 1932, S. 457 ff.

[2] Einen Überblick gibt Eckhard Knappe: Die monetäre Zahlungsbilanztheorie, in: Kredit und Kapital, 13. Jg. (1980), S. 532 ff.

### Politische Wirklichkeit

In der politischen Wirklichkeit kommt hinzu, daß die längerfristige Wirksamkeit des Kaufkraft-Paritäten-Theorems durch amtliche Manipulation der Wechselkurse behindert wird. Beispielsweise führen die gegenwärtigen währungspolitischen Bindungen im Europäischen Währungssystem (EWS) dazu, daß innerhalb des EWS quasi-feste Wechselkurse bestehen und daß sich auch im Verhältnis zu den Währungen von Drittländern (insbesondere zum US-Dollar) der deutsche Wechselkurs nicht „unabhängig" frei bilden kann, wie dies für das relativ schnelle Funktionieren der Kaufkraft-Paritäten-Theorie wichtig wäre[3]. Die gleiche Situation ist gegeben, wenn die Zentralbank versucht, durch Interventionen einen für zweckmäßig erachteten Wechselkurs zu halten oder anzustreben. Voraussetzung für das glatte Funktionieren des Anpassungs-Mechanismus wäre, daß die Regierungen und Zentralbanken ihre Wechselkurse tatsächlich völlig unbeeinflußt ließen. Das ist eine heroische Forderung. In der politischen Realität werden die Zentralbank oder die Regierung unter dem Druck der öffentlichen Meinung wahrscheinlich immer irgendeinen oberen oder einen unteren Interventionspunkt anpeilen – von dem sie allerdings nur vermuten können, daß er „richtig" sei[4].

Wichtig für die Risikobetrachtung ist nun, daß jede Abweichung von der marktmäßigen Anpassung der Wechselkurse an die Entwicklung der Kaufkraftparitäten eine längere Wirksamkeit des aktuellen internationalen Zinszusammenhangs bedeutet, also auch etwas mehr Zinsrisiko. Wir leben nicht im Nirwana der reinen Kaufkraft-Paritäten-Theorie, und es besteht auch keine Hoffnung, daß wir dorthin gelangen werden. Das bedeutet aber für die internationalen Geld- und Kapitalmärkte, daß unter den dargestellten Umständen die Bewegung der Wechselkurse nicht nur in der kurzen Frist, sondern auch auf mittlere Sicht letztendlich von den Zinsänderungserwartungen abhängt.

### Wechselkurs-Arbitrage

Formal betrachtet könnte unter den zuletzt geschilderten Bedingungen Wechselkurs-Arbitrage nur innerhalb meist nahe beieinander liegender Fixpunkte stattfinden. Es kann nun aber doch sein, daß der eine oder der andere Arbitrageur (um das emotionsbefrachtete Wort „Spekulant" zu vermeiden) sich von formalen Regeln nicht beeindrucken läßt. Welches Szenarium registriert ein solcher Arbitrageur?

☐ Er registriert zum Beispiel, daß der Zinssatz für relativ kurzfristige Finanzierungsmittel in dem Land U um fünf oder sechs Prozentpunkte höher ist als im Land D. Deshalb wandern Geldbestände im Laufe der Zeit von D nach U. Der Wechselkurs von D sinkt im Verhältnis zu U.

☐ Da andererseits die wirtschaftliche Lage (insbesondere die Preisentwicklung) des Landes D verglichen mit den anderen Ländern W – Z, mit denen D einen Wechselkurs-Verbund vereinbart hat, nicht die schlechteste ist, tendiert der D-Wechselkurs im Verhältnis zu den Währungen W – Z nach oben; er liegt im längerfristigen Schnitt am oberen vereinbarten (oder „gefühlten") Interventionspunkt.

☐ Der Arbitrageur wird daraus dann schließen, daß der Kurs der D-Währung in (für ihn) absehbarer Zeit im Verhältnis zu den W – Z-Währungen kaum ins Uferlose fallen wird. Vielmehr wird er umgekehrt eine Chance wittern, daß der D-Wechselkurs allen formalen Schwüren zum Trotz den oberen Interventionspunkt des Wechselkurs-Verbundes eines Tages überschreiten wird; spätestens, wenn bei W – Z die Devisenbestände zur Neige gehen: Die Aufwertung der Währung von D im Wechselkurs-Verbund wird immer wahrscheinlicher. Das bedeutet dann auch einen relativen Anstieg des Wechselkurses von D gegenüber U, allerdings mit den relativ schwachen Währungen W – Z im Schlepptau.

☐ Unser Arbitrageur spekuliert deshalb (unter Abwägung der Zinsdifferenz D zu U) folgerichtig auf eine Aufwertung der D-Währung gegenüber W – Z und damit auch (abgeschwächt) gegenüber U. Das kann er um so sorgloser tun, weil sich sein Risiko auf die relativ geringen Transaktions- und Opportunitätskosten beschränkt. Denn ein Sinken des D-Wechselkurses im Verhältnis zu W – Z wird immer unwahrscheinlicher; und selbst wenn es dazu käme, würde schon bald der untere Interventionspunkt bei D der Abwärtsfahrt zunächst einmal Halt gebieten. Auch gegenüber U kann er unter diesen Umständen nur gewinnen. Deshalb findet auch keine Gegenspekulation statt, die dem Hausse-Spekulanten marktwirtschaftliche Grenzen setzen würde.

Das Fazit des Paradigmas, das nicht völlig realitätsfern ist, ist folgendes: Wegen des Ausbleibens der Gegenspekulation ist für den Hausse-Spekulanten die Aufwertungsspekulation bei der D-Währung fast risikolos. Das Schlimmste, was passieren könnte, wäre, daß die D-Währung in dem geplanten Zeitraum nicht aufgewertet wird. Dann sind aber lediglich die relativ geringen Transaktionskosten verloren (allenfalls kann sich der

[3] Vgl. zu den damit zusammenhängenden Fragen Wolf-Dieter B e k k e r : Einige Auswirkungen der Währungspolitik auf den finanziellen Sektor, in: Kredit und Kapital, 15. Jg. (1982), S. 47 ff.

[4] Die dafür zu liefernden politischen Begründungen werden dann jeweils dem gewünschten Ergebnis angepaßt: Mal geht es um die Gefährdung des Exports, mal um den Inflationsimport.

Arbitrageur noch abstrakte Opportunitätskosten ausrechnen). Praktisch gibt es kaum eine Kostengrenze für die Spekulation. Die Vorstellung, man könnte durch Fixpunkte und/oder Interventionen die Wechselkursspekulation ausschalten, ist falsch. Das Gegenteil ist richtig. Allenfalls wird der laufende Spekulationsvorgang abgebrochen – bis zur nächsten Spekulationswelle.

### Erhöhung des Wechselkursrisikos

Das Hinauszögern der marktmäßigen Anpassungen der Wechselkurse an die Entwicklung der Kaufkraftparitäten bringt in einer anderen Sicht sogar eine Erhöhung des Wechselkursrisikos mit sich. Je länger die Wechselkursänderung durch Devisenmarktinterventionen verzögert wird, desto mehr klaffen unter den angenommenen Bedingungen die Preisniveaus auseinander. Mit anderen Worten: Die Amplituden der längerfristig unumgänglichen Wechselkursanpassungen werden durch die Fixierung irgendwelcher Interventionspunkte oder/und durch Devisenmarktinterventionen auf die Dauer nicht etwa „geglättet" oder gar verhindert, sondern tendenziell noch verstärkt. Das Wechselkursrisiko der Banken wird insoweit nicht vermindert, sondern erhöht.

Solche erwarteten Wechselkursänderungen machen sich dann u. a. ferner in Veränderungen der Terms of Payment bemerkbar. Wenn sich beispielsweise die Auffassung verbreitet, daß der Kursanstieg des Dollars seinen Höhepunkt erreicht hat, dann werden deutsche Importeure bei der Bezahlung von Dollar-Rechnungen die üblichen Zahlungsziele voll ausnutzen. Statistisch bedeutet das vorübergehend eine nicht unerhebliche Verschlechterung der deutschen Auslandsposition und bei den Unternehmen eine Zunahme der Verschuldung. Beides kann ein falsches Signal setzen, weil es u. U. schlecht in die aktuelle geldpolitische Landschaft paßt, und Anlaß für zusätzliche Restriktionen sein (konkurrierende Deflationspolitik).

Hinzu kommt, daß – zumal in Rezessionszeiten, in denen die Wirtschaft liquide ist – durch Veränderungen der internationalen Zinsdifferenzen gewaltige Geldströme kurzfristig in Bewegung gesetzt werden. Beispielsweise weist die Statistik der Bundesbank über den kurzfristigen Kapitalverkehr in den einzelnen Quartalen der letzten Jahre wechselnde Salden mit oft zweistelligen Milliardenbeträgen aus. Bei unabhängig flexiblen Wechselkursen erzwingen die Geldströme relativ schnell entsprechende Anpassungen des Wechselkurses, wodurch die Geldbewegungen zum Erliegen gebracht würden. In unserem Beispiel werden (und sollen) jedoch solche Anpassungen durch Devisenmarktinterventionen möglichst verhindert werden; im Ergebnis werden sie aber nur (zu lange) verzögert. Inzwischen kommt es dann bei zunächst totaler Unsicherheit zu wilden Kursschwankungen, zu einem zeitweise beträchtlichen Druck des Marktes in Richtung auf Wechselkursänderungen, zu starken Importen aus dem aufwertungsverdächtigen Land, möglicherweise zu Handelsrestriktionen in den Empfängerländern und zu Kapitalabfluß aus dem abwertungsverdächtigen Land. Unsicherheit über die monetäre und handelspolitische Entwicklung beherrscht die Finanzmärkte.

### Auswirkungen auf die Zinsstruktur

Die negative Folge des dadurch verursachten Vagabundierens großer Geldmassen durch die internationalen Finanzmärkte ist nun nicht etwa autonome Geldschöpfung, wie dies manchmal vermutet wird. Zusätzliche Geldschöpfung ist auch auf den sogenannten Euromärkten immer nur bei Mitwirkung der Zentralbanken möglich. Ein tatsächlicher Schaden ist vielmehr in den Auswirkungen auf die Zinsstruktur zu sehen. Sie sind eine zwar mittelbare, aber klar zurechenbare Konsequenz von Wechselkursinterventionen.

Internationale Differenzen bei den nominellen Zinsniveaus spiegeln bei manipulierten Wechselkursen, wie wir sie in der Realität vorfinden, Differenzen in den tatsächlichen und erwarteten Inflationsraten, Wechselkursänderungserwartungen oder Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik wider. Wenn die Nominalzinsdifferenzen zwischen zwei Ländern größer sind als das jeweilige Wechselkursrisiko, dann werden Finanztransaktionen über die Grenzen attraktiv. Unter der Annahme, daß die jeweiligen Wechselkursänderungserwartungen zutreffen, ist es für ausländische Kreditnehmer offensichtlich vorteilhaft, sich in Ländern mit relativ niedrigem Zinsniveau zu verschulden. Unter den gleichen Voraussetzungen orientieren sich umgekehrt die Gläubiger in Richtung auf relativ hohe Zinssätze.

In Deutschland war in den vergangenen Jahren die Geldkapitalbildung immer dann hoch, wenn Zinssenkungen erwartet wurden, und immer dann rückläufig, wenn sich das Zinsniveau zu steigen anschickte. Dabei bot vor allem der deutsche Rentenmarkt seit etwa Mitte 1979 ein getreues Spiegelbild der amerikanischen Zinsentwicklung. Der Rentenmarkt war immer dann „ergiebig", wenn Zinssenkungstendenzen in den USA entsprechende Zinsbewegungen in der Bundesrepublik erwarten ließen. Umgekehrt kam es in Deutschland zeitweilig zu einem drastischen Kursverfall festverzinslicher Wertpapiere bei minimalen Umsätzen, wenn die Prime-Rates in den USA erhöht wurden. In solchen

Phasen nahm nicht nur der Verkaufsdruck durch ausländische Anleger zu, vielmehr stiegen auch deutsche Anleger in ausländische Wertpapiere um. Dies diente dann zusätzlich als Argument für die Erhaltung eines relativ hohen Zinsniveaus in der Bundesrepublik (konkurrierende Deflationspolitik). Das Ergebnis einer solchen Zinskonstellation ist also, daß Länder mit vergleichbar niedrigem Zinsniveau (das in der Regel einem relativ geringen Inflationsgrad entspricht) in doppelter Hinsicht zu Kapitalexportländern werden: Als bevorzugte Gläubigerländer für ausländische Kreditnehmer und durch die Tendenz inländischer Anleger, in Länder mit einer relativ höheren Nominalverzinsung auszuweichen. Die Abschätzung der damit verbundenen Zinsänderungsrisiken in dem einen oder anderen Land ist gegenüber früheren Erfahrungen im internationalen Kapitalverkehr außerordentlich schwierig.

### Zins-Spreizeffekte

Im übrigen kann es unter der Bedingung manipulierter Wechselkurse je nach Richtung und Stärke der Wechselkursänderungserwartungen zu Zins-Spreizeffekten kommen. Das Land mit niedrigerem Zinsniveau kann einen starken Zufluß von längerfristigem Kapital bekommen, wenn erwartet wird, daß seine Währung auf lange Sicht aufgewertet wird. Kurzfristiges Kapital wird zur sehr kurzfristigen Anlage dagegen ein Land mit einem höheren Zinsniveau wegen der Zinsgewinn-Chancen möglicherweise auch dann bevorzugen, wenn dort in absehbarer Zeit eine Abwertung erwartet wird[5]. Die jeweiligen Entscheidungen hängen von den erkennbaren politischen Daten ab und werden bei großer Unsicherheit getroffen. Unter Umständen kann auf diese Weise in dem aufwertungsverdächtigen Land wegen der relativ stärkeren Verknappung der kurzfristigen Finanzierungsmittel infolge Geldexport das Zinsniveau auf dem Geldmarkt und für geldnahe Anlagen über das Niveau der Zinsen für langfristige Investitionsfinanzierungen steigen („inverse" Zinsstruktur). Das ist in Deutschland seit Ende 1979 der Fall, wobei das kurzfristige Zinsniveau zeitweise bis zu 3 Prozentpunkte über dem längerfristigen lag.

Wird unter diesen Umständen versucht, durch ein Heraufschleusen des inländischen Zinsniveaus der Abwanderung kurzfristigen Kapitals entgegenzuwirken, dann realisiert sich das monetär induzierte Zinsrisiko bei langfristigen Inlandsanlagen. Die auftretenden Wertberichtigungsnotwendigkeiten bei diesen Anlagen sind nichts anderes als ein Ausdruck der zwangsläufigen realen Bestandsanpassungsprozesse, wie sie von der monetären Zahlungsbilanztheorie beschrieben werden.

Solche Renditeschwankungen führen noch zu anderen Veränderungen auf den Finanzierungsmärkten. Es handelt sich um den Anreiz zu kurzfristigen Ad-hoc-Entscheidungen, so daß beispielsweise die langfristige Emissions- und Anlagestrategie der Banken und Finanzinstitute in den Hintergrund tritt. Man versucht, das Zinsänderungsrisiko durch Verkürzung der Festzins-Fristen auszumanövrieren. Das Zinsrisiko wird in ein Fristenrisiko zu transformieren versucht. In der Statistik zeigt sich dies in einem immer stärker werdenden Trend zu Kurzläufern unter den Emissionen. In der Erwartung steigender Zinsen ergibt sich eine Interessenlage, bei der Schuldner an längeren, Gläubiger hingegen mehr an kurzen Fristen interessiert sind; in Erwartung fallender Zinsen ist es umgekehrt.

Ist das Zinsniveau gemessen an dem gegebenen Erfahrungsstand ohnehin hoch oder sogar extrem hoch, so ist die Gläubigerseite grundsätzlich in einer stärkeren Position. Dies hat mehrere Gründe. Ob nun gewollt oder nicht bewirkt eine Hochzinslage (besonders wenn sie länger anhält) einen Rückgang der Umsätze. Und rückläufige Umsätze bringen bei der Unternehmensfinanzierung Spreizeffekte mit sich: Einige Unternehmen geraten wegen ausbleibender Umsätze (und damit Erträge) in eine kurzfristige Finanzierungsklemme, weil sie ihrerseits weiterhin kontraktbedingte Zahlungen wie Gehälter, Mieten, Zinsen, Tilgungen und Warenrechnungen bezahlen müssen. Andere Unternehmen, die noch liquide sind und wegen der schlechten Gewinnerwartungen nicht investieren wollen, werden Geldkapital bilden und es vorübergehend möglichst dort anlegen, wo es die relativ höchsten Zinsen bringt, nämlich im Ausland. Kurzfristige Finanzierungsmittel sind also in der geschilderten Situation auch wegen solcher Spreizeffekte bei der inländischen Unternehmensfinanzierung außerordentlich knapp, zumal die Hochzinslage ja voraussetzt, daß auch die Bankenliquidität gering ist. Die durch die Verknappung kurzfristiger Finanzierungsmittel verstärkte Marktposition der entsprechenden Gläubiger wird unter den beschriebenen Umständen auch noch dadurch verbessert, daß die Nachfrage der Unternehmen nach längerfristigen Investitionsmitteln wegen der geringen Gewinnerwartungen schwach bleibt.

Die inverse Zinsstruktur bewirkt deshalb eine generelle Verkürzung der Festzins- und Anlagefristen sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite der Bankbilanzen. Die Geldvermögensbildung vollzieht

[5] Solche Geldanlagen werden zudem durch Termingeschäfte abgesichert. Die täglich offenen Positionen der Banken sind in Deutschland durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen auf 30 % des haftenden Eigenkapitals beschränkt.

sich mehr und mehr in hochverzinslichen geldnahen Anlagen. In den USA führte dies in den letzten zwei Jahren zu einem Boom zum Beispiel der Geldmarkt-Fonds und zu einer Austrocknung der Sparkassen, die jetzt in einem großen Umfang staatlich gestützt werden müssen. In Deutschland waren eine beträchtliche Verminderung des Spareinlagenbestandes und eine erhebliche Zunahme der Termineinlagen festzustellen. Vor allem aber fällt der rapide steigende Absatz kurzlaufender Wertpapiere ins Gewicht; hatten beispielsweise bei den Schuldverschreibungen der Banken 1978 die vereinbarten Laufzeiten bis vier Jahre einen Anteil von etwas über 20 % am gesamten Bruttoabsatz, so waren es 1981 fast 60 %. Im Frühjahr 1981 machten Papiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr zeitweise ein Drittel des Bruttoabsatzes sämtlicher deutscher Bankschuldverschreibungen aus.

### Transformation von Risiken

Es ist hier noch einmal zu betonen, daß die dargestellten Zusammenhänge mittelbare oder unmittelbare Auswirkungen des Versuches sind, Wechselkurse an irgendwelchen Punkten in ihrer Bewegung nach unten oder oben zu fixieren. In einer Umwelt variabler Preisniveaus und konvertibler Währungen sind Anpassungsrisiken unausweichlich. Sie können durch institutionelle Vorkehrungen (z. B. durch Interventionspunkte zur Sicherung bestimmter Wechselkurse) nicht zum Verschwinden gebracht oder gewissermaßen „wegadministriert" werden; sie werden vielmehr ihre Erscheinungsform ändern.

Bei „unabhängig" fluktuierenden Wechselkursen tendiert der Wechselkurs einer Währung im Verhältnis zu einer korrespondierenden Währung dazu, mehr oder weniger schnell alle Unterschiede in den Rahmenbedingungen der beiden Volkswirtschaften zum Ausdruck zu bringen. Die Unterschiede, zu denen langfristig auch Zinsunterschiede und -erwartungen gehören, werden gewissermaßen durch die Bemessung des Wechselkurses kompensiert mit der Folge, daß die Zahlungsbilanzen in laufender Rechnung zum Ausgleich tendieren[6]. Werden dagegen die Wechselkurse durch administrative Maßnahmen an der Ausübung ihrer Kompensationsfunktion gehindert, dann wird dadurch das immanente Anpassungsrisiko nicht etwa zum Verschwinden gebracht, sondern auf kürzere Sicht lediglich transformiert. Von den beiden bei internationalen Finanzierungstransaktionen in Frage kommenden Anpassungstransaktoren, dem Wechselkurs und dem Zins, ist der Wechselkursmechanismus in der politischen Wirklichkeit teilweise denaturiert. Folglich konzentriert sich der Anpassungsdruck zwangsläufig auf den Nominalzins und bewirkt dort heftige Bewegungen. Man kann sagen, daß insoweit das kurzfristige Wechselkursrisiko durch ein Zinsänderungsrisiko ersetzt wurde, wobei das Paradoxon darin liegt, daß dadurch auf lange Sicht die tatsächlichen Wechselkursausschläge und also auch das langfristige Wechselkursrisiko gesteigert werden.

Das erhöhte Zinsrisiko induziert nun seinerseits Vermeidungsversuche und Vermeidungsreaktionen. Außer der Verkürzung der vereinbarten Festzinsfristen (Stichworte: kurzlaufende Wertpapiere, Zinsanpassungsklauseln) gibt es in der internationalen Finanzszene eine Vielzahl von neu entwickelten Techniken, mit denen man versucht, das Zinsrisiko zu umschiffen. Auf der Aktivseite sind Rollover-Kredite die bekannteste Erscheinung; neuerdings spielen auch auf dem internationalen Markt kurzfristige Schuldscheindarlehen eine wachsende Rolle. Auf der Passivseite ist in den letzten Monaten eine ganze Reihe phantasievoller Innovationen aufgetaucht: Floating-Rate-Notes, Anleihen mit Warrants (Bezugsscheinen), Retractable Bonds (Zinsanpassungen), ölpreis- oder goldpreisindexierte Bonds und vor allem Zero-Coupon-Bonds. Wenn man alle diese exotischen Erscheinungen in einem wissenschaftlichen System zusammenfassen will, dann kommt man zu dem Ergebnis, daß es sich insoweit um Versuche einer Umwandlung des Zinsänderungsrisikos in ein Fristen- und in ein Fristenänderungsrisiko handelt.

### Forderung nach Abkopplung

Die gemachten Erfahrungen machen für die Wirtschaftspolitik und für die Geschäftspolitik der Banken Überlegungen notwendig, wie man das Wechselkurs- und das Zinsrisiko in den Griff bekommen kann. Die betriebswirtschaftlichen Überlegungen zur Erfassung und Darstellung des Zinsrisikos sind in den letzten Jahren gut vorangekommen; allerdings sind die entwickelten Konzepte noch nicht operabel[7].

Für die Wirtschaftspolitik steht die Forderung des „Abkoppelns" der heimischen Geldpolitik vom Weltmarktzins auf der Tagesordnung. Keinen Ausweg aus der währungspolitischen Sackgasse eröffnen Kapitalverkehrsreglementierungen, seien sie freiwillig (Gentleman's agreement) oder auf § 23 des Außenwirtschafts-

[6] Dies gilt der Tendenz nach auch für Schock-Situationen. Politische Umwälzungen oder andere Schocks, wie z. B. eine plötzliche Preiserhöhung bei Rohstoffen u. ä., können kurzfristig zu Defiziten oder Überschüssen führen. Bei unbeeinflußt fluktuierenden Wechselkursen stellt sich indessen die Preisreaktion und damit die Mengenanpassung schneller ein als bei Interventionen, die den Anpassungszeitraum zudem schmerzhaft verlängern, weil immer neue Anpassungszwänge über die Zeit gestreckt werden.

[7] Vgl. W.-D. Becker, R. Falk (Hrsg.): Materialien zum Zinsrisiko. Schriften des Verbandes öffentlicher Banken, Heft 9, Göttingen 1982.

Gesetzes (AWG) gestützt; das gilt auch für entsprechende Pläne, das gesamte EWS vom Weltmarktzins „abzukoppeln". Sie verstärken im Gegenteil die Flucht aus der DM und anderen europäischen Währungen und verhindern die marktmäßige Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite, weil dadurch die DM und andere europäische Währungen zu Mausefallen-Währungen werden: Man kommt leicht hinein, aber nur schwer wieder heraus. Es kann kaum angenommen werden, daß die Anleger darauf hereinfallen würden; wahrscheinlich genügt schon der bloße Verdacht, um die geschilderte Wirkung hervorzurufen. Daher ist auch zu vermuten, daß schon bisher ein Teil der verzeichneten Abflüsse von Devisen auf solchen Erwägungen beruht.

Die im übrigen von französischer Seite immer wieder vorgetragene Forderung nach einer Abkopplung der Zinsentwicklung in den EWS-Ländern von der der übrigen Welt könnte vernünftigerweise nur so verstanden werden, daß die EWS-Korbwährung (ECU) sich gegenüber dem Dollar „unabhängig" nach oben oder unten bewegen und somit die Zinsdifferenzen ausgleichen kann. Die Abkopplungsvorstellung setzt mithin nicht nur voraus, daß Transaktionen in den einzelnen EWS-Währungen zugunsten von Zahlungen ausschließlich in ECUs administrativ unterbunden, sondern daß auch die EWS-Wechselkurse untereinander unveränderbar gemacht werden. Anderenfalls wäre die Unabhängigkeit des Wechselkurses der ECU in Frage gestellt und die Konsequenzen ähnlich wie schon jetzt. Umgekehrt ausgedrückt müßte dann innerhalb des EWS eine einheitliche Wirtschaftspolitik betrieben werden, weil sonst unerträgliche Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse mit der Folge eines ebenso unerträglichen einseitigen Kapitaltransfers entstehen. Der Gedankengang enthüllt auf seine Weise den bekannten Grund, weshalb eine gemeinsame europäische Währungspolitik Utopie bleibt: Es fehlt der politische Wille zu einer gemeinsamen Wirtschaftspolitik.

Auf jeden Fall muß deshalb schnellstens nach Möglichkeiten zu einer flexibleren Anpassung der EWS-Wechselkurse an die internationalen Zins- und Inflationsdifferenzen gesucht werden. Damit würde auch für die deutsche Geld- und Kreditpolitik mehr Luft geschaffen und eine stärker an binnenwirtschaftlichen Notwendigkeiten orientierte Geldpolitik möglich.

### Fazit

Was ist nun das Fazit der Überlegungen?

□ Der Versuch, durch institutionelle Vorkehrungen oder durch Devisenmarktinterventionen die Wechselkursschwankungen zu „glätten", bewirkt tendenziell das Gegenteil, nämlich langfristig stärkere Ausschläge der Wechselkursbewegungen und somit ein erhöhtes Wechselkursrisiko für längerfristige Anleger. Der wichtigste Grund für dieses paradoxe Ergebnis ist darin zu suchen, daß durch Interventionen jeweils die Gegenspekulation entmutigt bis ausgeschaltet wird, d. h. Spekulationen mit einem nur geringen Verlustrisiko belastet werden. Auf diese Weise können falsche Wechselkurse eine Zeitlang bestehen bleiben.

□ In einer Währungsordnung mit institutionellen oder regulierten Fixpunkten für die Bewegung der Wechselkurse haben internationale Zinsdifferenzen auch längerfristig dominierende Bedeutung. Der anhaltende internationale Zinszusammenhang bedeutet eine Erhöhung des Zinsrisikos.

□ Auch vertraglich vereinbarte Schwankungsbreiten können nach der Natur der Zusammenhänge keine „festen" Wechselkurse unter allen Umständen garantieren. Auch in einem Festkurs-(oder Quasi-Festkurs-) Regime gibt es auf die Dauer aufwertungsverdächtige und abwertungsverdächtige Länder. Solche Wechselkurserwartungen können im Zusammenhang mit zinsinduzierten internationalen Kapitalbewegungen zu Zins-Spreizeffekten dergestalt führen, daß der Zinssatz für langfristige Finanzierungsmittel unter den für kurzfristige sinkt (inverse Zinsstruktur)[8]. Eine solche Zinsstruktur hat zur Folge, daß die Banken und das Publikum die dadurch entstehende weitere Unsicherheit durch Verkürzung der Festzinsfristen bei Finanztransaktionen auszumanövrieren versuchen. Hierdurch entstehen je nach den Zinserwartungen unterschiedliche Risiken der Anschlußfinanzierung; das Zinsänderungsrisiko wird in ein Termin- oder Fristenänderungsrisiko transformiert.

□ Die Risiken der Änderung von Marktdaten können durch Manipulation nicht „wegadministriert" werden; sie sind adhärent. Durch Manipulation können sie aber ihre äußere Erscheinungsform dramatisch ändern. Dies wurde am Beispiel der Umwandlung des Wechselkursrisikos in ein Zinsrisiko und dessen Umwandlung in ein Terminrisiko dargestellt. Die unausweichlichen Risiken könnten jedoch gemindert und entdramatisiert werden, wenn man die Wettbewerbs- und Marktkräfte voll zum Zuge kommen ließe. Dies bedeutet einen Devisenmarkt, auf dem sich die Wechselkurse nach den realen Bestimmungsgründen ohne jegliche Manipulation bilden. Das ist eine heroische Forderung. Wir werden deshalb auch in Zukunft mit Marktdatenrisiken leben müssen, die größer und weniger berechenbar sind, als sie eigentlich sein könnten.

[8] Eine „inverse" Zinsstruktur liegt sinngemäß auch dann vor, wenn zwar der Zinssatz für langfristige Mittel über dem für kurzfristige liegt, der Abstand aber geringer als sonst üblich ist.