

Filc, Wolfgang

Article — Digitized Version

Devisenmarktinterventionen zur Beeinflussung des Dollarkurses

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Filc, Wolfgang (1985) : Devisenmarktinterventionen zur Beeinflussung des Dollarkurses, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 65, Iss. 12, pp. 634-640

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136112>

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.

Devisenmarktinterventionen zur Beeinflussung des Dollarkurses

Wolfgang Filc, Trier*

In der Vergangenheit hat die Deutsche Bundesbank allein oder im Zusammenspiel mit anderen westlichen Notenbanken mehrfach versucht, durch Devisenmarktinterventionen die Dollarkursentwicklung zu beeinflussen. Professor Wolfgang Filc analysiert Ziele, Wirkungen und Erfolgsaussichten derartiger Interventionen am Devisenmarkt.

Die Beschlüsse der Finanzminister und Notenbankpräsidenten der Fünfergruppe vom September 1985 lösten den schärfsten Dollarsturz innerhalb eines Tages seit Einstellung der Regelinterventionen gegenüber dem Dollar aus.

Bemerkenswert an dieser allgemein als Dollarkonferenz bezeichneten Zusammenkunft ist vor allem die Abkehr der amerikanischen Regierung von ihrer prinzipiellen Ablehnung von Interventionen an den Devisenmärkten. Die Möglichkeit, mit Devisenmarktinterventionen den Dollarkurs nachhaltig beeinflussen zu können, wird jedoch nach wie vor kontrovers eingeschätzt¹. Zwar wird auf der Grundlage des weithin akzeptierten Finanzmarktansatzes des Wechselkurses kaum bestritten, daß Devisenmarktinterventionen, sofern sie mit einer Veränderung der Zentralbankgeldversorgung einhergehen, zumindest auf kurze Sicht Wechselkurse zu verändern vermögen². Dies gilt jedoch nicht für „sterilisierte“ Devisenmarktinterventionen. Wird ein Entzug von Zentralbankgeld infolge von Devisenabgaben der Zentralbank durch gleichwertige zusätzliche Zentralbankgeldbereitstellung über andere Quellen ausgeglichen, so wird ein vordem bestehendes Gleichgewicht am Markt für Zentralbankgeld nicht gestört. Folglich kommen Übertragungsmechanismen, nach denen, gemäß monetären Wechselkursstheorien, Devisenmarktinterventionen Wechselkurse beeinflussen können, nicht zum Zuge.

* Eine erweiterte Fassung dieses Beitrags wird in Heft 1/1986 der Zeitschrift INTERECONOMICS erscheinen.

Prof. Dr. Wolfgang Filc, 42, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld, Kredit, Währung, an der Universität Trier.

Durch derart sterilisierte Devisenmarktinterventionen wird allein die Währungszusammensetzung eines unveränderten Nettogeldvermögensbestandes des privaten Sektors geändert. Besteht ferner eine vollständige Substitutionsbeziehung zwischen vergleichbaren Finanzaktiva, die auf Inlands- oder auf Auslandswährung lauten, so haben sterilisierte Devisenmarktinterventionen weder Einfluß auf den Wechselkurs noch auf irgendeine andere makroökonomische Variable, weil Gleichgewichte der Märkte nicht berührt werden³.

Andere Wirkungskanäle

Differiert dagegen die Einschätzung erwarteter Ertragsraten unter Berücksichtigung von Wechselkursänderungserwartungen vergleichbarer Finanztitel, die auf verschiedene Währungen lauten, so stören sterilisierte Devisenmarktinterventionen eine gleichgewichtige Währungsstruktur von Vermögensbeständen Privater. Anpassungsvorgänge bei der Wiederherstellung der optimalen Währungszusammensetzung von Portfolios können somit Wechselkursänderungen auslösen.

¹ Vgl. P. Bridel, K. Schiltknecht: Devisenmarktinterventionen als Mittel der Wechselkursstabilisierung?, in: W. Ehrlicher, D. B. Simmert (Hrsg.): Geld- und Währungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland, Berlin 1982, S. 525 ff.; M. L. Greene: U.S. Experience with Exchange Market Intervention: September 1977-December 1979, Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Studies, No. 128, Washington, D.C., October 1984, S. 39.

² Vgl. zum Finanzmarktansatz des Wechselkurses z. B. E. Baltensperger, P. Böhm: Stand und Entwicklungstendenzen der Wechselkursstheorie – Ein Überblick, in: Außenwirtschaft, 37. Jg., 1982, S. 109 ff., sowie zu den Wirkungen einer wechselkursorientierten Geldpolitik W. Filc: Kurz- und langfristige Wirkungen einer wechselkursorientierten Geldpolitik, in: W. Filc, C. Köhler (Hrsg.): Stabilisierung des Währungssystems, Berlin 1985, S. 43 ff.

³ Vgl. P. Bridel, K. Schiltknecht: Devisenmarktinterventionen. . . , a.a.O., sowie zu einem Literaturüberblick R. W. Tyrone: Small Empirical Models of Exchange Market Intervention: A Review of the Literature, Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Studies, No. 134, Washington, D.C., September 1983.

Wenn dieser Wirkungskanal verschüttet ist, weil die erwarteten Ertragsraten von Finanztiteln verschiedener Länder gleich hoch eingeschätzt werden, so können abseits der rein monetären Wechselkursatheorien dennoch zwei Wechselkurseffekte sterilisierter Devisenmarktinterventionen wirksam werden:

□ Erstens kann es sein, daß private Devisenmarktteilnehmer nun wechselkursrelevante Informationen berücksichtigen, die bislang keine Beachtung fanden. Devisenmarktinterventionen tragen dann dazu bei, die Effizienz der Informationsverarbeitung des Devisenmarktes zu erhöhen⁴.

□ Zweitens ist es denkbar, daß Währungsbehörden über monopolisierte Informationen verfügen und daß Devisenmarktinterventionen eine bevorstehende Änderung des wirtschaftspolitischen Kurses signalisieren⁵.

Empirische Untersuchungen gelangen zu dem Ergebnis, daß „one can strongly reject the joint hypothesis of perfect asset substitutability and the efficient use of information“⁶. Obwohl es danach also grundsätzlich gelingen kann, mit sterilisierten Devisenmarktinterventionen Wechselkurse zu beeinflussen, wird im allgemeinen ihre Wirksamkeit gering eingeschätzt⁷.

Effizienz des Devisenmarktes

Diese Skepsis läßt sich mit dem wohl gewichtigsten Einwand gegen die Wirksamkeit von Devisenmarktinterventionen begründen: mit der These von der Informationseffizienz des Devisenmarktes. Kennen Marktteilnehmer das „wahre“ Modell, nach dem sich die Preisbildung vollzieht, bilden sie ihre Erwartungen über die künftige Preisentwicklung unter Verwendung aller relevanten Informationen. Werden diese Informationen richtig interpretiert, so wird die Vorstellung, die sich Marktteilnehmer über den Gleichgewichtspreis bilden, deckungsgleich sein mit jenem Wert, der sich aus dem für den Gleichgewichtspreis geltenden Modell ergibt. Mit hin werden in Devisenkursen alle verfügbaren und relevanten Informationen korrekt ausgedrückt, und alle ver-

fügbaren und relevanten Informationen über künftige Kassakurse sind in den gegenwärtigen Terminkursen enthalten. Es kann dann nicht gelingen, durch Verwendung verfügbarer Informationen und verarbeitet in einem beliebigen Prognosemodell systematisch Spekulationsgewinne zu erzielen.

Sind die Devisenmärkte effizient, so gibt es wenig Handhabe zur Begründung von Devisenmarktinterventionen⁸. Sind Informationsmenge, Informationsverarbeitung und Sicherheit der Einschätzung künftiger Kassakurse durch Zentralbanken und private Devisenmarktteilnehmer gleich, so haben sterilisierte Devisenmarktinterventionen keinerlei Wechselkurswirkung. Devisenabgaben von Zentralbanken würden beim geltenden Kassakurs in voller Höhe von Privaten übernommen. Bestenfalls kann ein kurzzeitiger Überraschungseffekt Abweichungen von den Gleichgewichtskursen auslösen, nicht aber dauerhafte Veränderungen des Zeitreihenverhaltens von Wechselkursen.

Empirische Studien

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen zur Informationseffizienz des Devisenmarktes sind allerdings keineswegs eindeutig. Die Wahl unterschiedlicher Ausprägungen von Markteffizienz, der Zeitperioden und der Untersuchungsmethoden sind dafür ebenso maßgebend wie der Umstand, daß es an einer allgemein akzeptierten Methode der Messung von Markteffizienz mangelt. Die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen stellen aber zumindest die jederzeitige Effizienz des Devisenmarktes in Frage. So sind Terminkurse schlechte Indikatoren für künftige Kassakurse, signifikante Risikoprämien führen zu systematischen Abweichungen zwischen Swapsätzen und internationalen Zinsdifferenzen, Risikoprämien sind im Zeitverlauf veränderlich, und internationale Zinsdifferenzen sind wenig aussagekräftig für erwartete Kassakursänderungen⁹.

Derartige Ergebnisse empirischer Untersuchungen werden unter anderem darauf zurückgeführt, daß „spe-

⁴ Diese Sichtweise macht sich der Jürgensen-Bericht zu eigen. Vgl. Bericht der Arbeitsgruppe über Interventionen an den Devisenmärkten, in: W. Ehrlicher, R. Richter (Hrsg.): Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F., Bd. 139, Berlin 1984, S. 83 ff.

⁵ Vgl. B. E. Loopesko, Relationship among Exchange Rates, Intervention, and Interest Rates: An Empirical Investigation, Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Studies, No. 133, Washington, D.C., November 1983.

⁶ B. E. Loopesko: Relationship among Exchange Rates, a.a.O., S. 11. Vgl. auch R. E. Cumby, M. Obstfeld: A Note on Exchange Rate Expectations and Nominal Interest Differentials: A Test of the Fisher Hypothesis, in: Journal of Finance, Vol. 36, 1981, S. 697 ff., sowie den Literaturüberblick bei W. Gaab: Devisenmärkte und Wechselkurse, Berlin u. a. 1983, S. 94 ff.

⁷ Vgl. M. Obstfeld: Exchange Rates, Inflation, and the Sterilization Problem: Germany, 1975-1981, in: European Economic Review, Vol. 21, 1983, S. 161 ff.

⁸ Vgl. M. J. M. Neumann: Auf der Suche nach der Interventionsfunktion der Deutschen Bundesbank, in: W. Ehrlicher, R. Richter (Hrsg.): Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken, a.a.O., S. 9 f. Zur Theorie effizienter Märkte und ihrer Übertragung auf den Devisenmarkt vgl. W. Gaab: Devisenmärkte und Wechselkurse, a.a.O., S. 40 ff.

⁹ Vgl. hierzu den Überblick über Ergebnisse bisheriger Untersuchungen bei W. Gaab: Devisenmärkte und Wechselkurse, a.a.O., S. 99 ff., S. 244 ff., sowie die Ergebnisse seiner empirischen Untersuchungen, die allenfalls auf Effizienz in schwacher Form hindeuten. Vgl. hierzu auch I. D. Saville, R. Fox: Exchange Market Efficiency, in: Bank for International Settlements (Hrsg.): Exchange Rate Determination: Analysis and Policy Issues, Basel, September 1983, S. 125 ff.

culators may not have extracted all useful information. . . , so that a systematic forecast error resulted"¹⁰. In Phasen, in denen in Wechselkursen nicht alle kursrelevanten Informationen ausgedrückt werden, können deshalb sterilisierte Devisenmarktinterventionen geeignet sein, die Effizienz des Devisenmarktes zu steigern, indem sie den Blick privater Marktteilnehmer auf bislang nicht beachtete Informationen lenken.

Weil an effizienten Märkten systematische Spekulationsgewinne ausgeschlossen sind¹¹, können Devisenmarktinterventionen als stabilisierend klassifiziert werden, wenn Währungsbehörden daraus systematische Gewinne erzielen. Eine empirische Untersuchung zeigt, daß aus Interventionen der amerikanischen Währungsbehörden gegenüber der D-Mark von 1973 bis 1981 insgesamt erhebliche Gewinne angefallen sind. Sie waren besonders hoch, wenn sich in einer Periode Interventionen zu beiden Marktseiten ungefähr ausglich¹². Auch dieses Ergebnis stellt die Informationseffizienz des Devisenmarktes in Frage, und es weist auf die Stabilisierungsfunktion von Devisenmarktinterventionen hin. Allerdings kann allein die empirische Analyse zeigen, ob vor Interventionsphasen Devisenmärkte Anzeichen mangelnder Effizienz aufweisen und ob es gelingt, durch Einschaltung von Währungsbehörden in den Devisenmarkt die Kursentwicklung dauerhaft zu verändern.

Dollarkursentwicklung vor Interventionsphasen

Von Anfang 1984 bis September 1985 wurden von Währungsbehörden in drei Phasen Dollars in erheblichen Beträgen abgegeben. Zu unterscheiden sind

- die von der Deutschen Bundesbank isoliert vorgenommenen Interventionen Ende September 1984, mit der Spitze am 21. 9.,
- die insbesondere zwischen europäischen Notenbanken abgestimmten Dollarabgaben im Februar 1985, mit Schwergewicht am 27. 2.,
- und die am 23. 9. 1985 begonnene, bis in den Oktober fortdauernde Interventionsphase bei Beteiligung der Zentralbanken europäischer Länder, der USA und Japans.

Zumindest die Deutsche Bundesbank kompensiert den mit Dollarabgaben einhergehenden Liquiditätsent-

zug bei Kreditinstituten durch Zentralbankgeldbereitstellung über andere Instrumente. Jedenfalls blieb der Expansionspfad der Zentralbankgeldmenge, die monetäre Zielgröße der Bundesbank ist, von den Dollarinterventionen unberührt. Dollarabgaben in diesem Zeitraum können deshalb als sterilisierte Interventionen klassifiziert werden.

Die Dollarkursentwicklung unmittelbar vor diesen drei Interventionsphasen ist sehr ähnlich (vgl. Abbildung). Stets ist ein längere Zeit andauernder und scharfer Anstieg des Dollarkurses zu verzeichnen, nur selten unterbrochen von einer Abschwächung gegenüber einem Vortageswert. Das weist auf ein preisdynamisches Schema hin, das von Währungsbehörden als Anzeichen von Mitläufereffekten interpretiert werden konnte, mithin als Ausdruck mangelnder Effizienz des Devisenmarktes.

Indikator für Effizienz

Spekulative Auktionsmärkte, also auch der Devisenmarkt, sind typischerweise von größeren Preisschwankungen gekennzeichnet als Gütermärkte, an denen Veränderungen der Nettonachfrage häufig von Mengenanpassungen kompensiert werden, etwa durch Lagerbestandsvariationen. Diese im allgemeinen hohe Variabilität von Preisen an Finanzmärkten und am Devisenmarkt ist in der Regel auch dann zu beobachten, wenn sie einem Trend folgen. Befindet sich der Kurs einer Währung oder eines Wertpapiers in einem aufwärts gerichteten Trendkanal, so wird es immer wieder zu kurzzeitigen Rückfällen kommen, weil zur Gewinnrealisierung Glatstellungen vorgenommen werden, wenn bei Durchstoßen bestimmter Grenzwerte Forderungsinhaber nicht länger mit einer weiteren Kurssteigerung rechnen. Andererseits vollzieht sich die Preisentwicklung an effizienten Märkten, die von spekulativen (erwartungsbedingten) Transaktionen bestimmt wird, aber auch nicht erratisch in dem Sinne, daß positive und negative Preisänderungen regelmäßig wechseln.

Ein Indikator für die Effizienz spekulativer Auktionsmärkte ist deshalb, wenn weder einmal einsetzende Preissteigerungen für längere Zeit ohne Unterbrechnungen durch Preissenkungen fortauern noch positive und negative Preisänderungen regelmäßig aufeinander folgen. Der erste Fall ist Anzeichen einer preisdynamischen Reaktion, einer extrapolativen Fortschreibung einmal einsetzender Preisänderungen ohne volle Berücksichtigung aller preisrelevanten Informationen. Dieses Preisverhalten kennzeichnet destabilisierende Spekulationen. Der zweite Fall weist auf Irritationen hinsichtlich der Gleichgewichtspreise hin, auf unsichere Erwar-

¹⁰ B. E. L o o p e s k o : Relationship among Exchange Rates, a.a.O., S. 9.

¹¹ Vgl. M. F r i e d m a n : The Case for Flexible Exchange Rates, in: Essays in Positive Economics, Chicago, London 1953, S. 157 ff.

¹² Vgl. L. R. J a c o b s o n : Calculations of Profitability for U.S. Dollar-Deutsche Mark Intervention, Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Studies, No. 131, Washington, D.C., September 1983.

Abbildung
Amtliche Kassakurse des US-Dollars am deutschen Devisenmarkt
 (Tageswerte)



Quelle: Deutsche Bundesbank.

tungen, die sich in einer un stetigen Preisentwicklung ausdrücken. Bei informationseffizienten Märkten tritt keine dieser beiden Preisentwicklungen systematisch auf.

Ergebnisse von Iterationstests

Markteffizienz kann mit Hilfe von Iterationstests geprüft werden. Dabei wird das zeitliche Verhalten von Preisen dahingehend untersucht, ob Aufeinanderfolgen von Preisänderungen mit gleichem Vorzeichen (run) mit einem Zufallsprozeß vereinbar sind¹³. Zu viele runs kennzeichnen ein regelmäßiges Abwechseln von Preisänderungen als Folge von Marktirritationen, zu wenige Klumpungen, also preisdynamische Reaktionen unter Vernachlässigung preisrelevanter Informationen, mithin Einflüsse destabilisierender Spekulation und mangelnde Markteffizienz¹⁴.

Dieser Test auf Zufälligkeit von Veränderungen einer Zeitreihe wurde zur Prüfung des zeitlichen Verlaufs täglicher Dollarkursfolgen von Anfang 1984 bis Ende September 1985 verwendet. (vgl. Tabelle)¹⁵. Für den gesamten Zeitraum ermittelt sich eine Anzahl von Iterationen,

die sich nur äußerst gering vom Erwartungswert unterscheidet. Das deutet auf Informationseffizienz des Devisenmarktes hin.

Wird der Untersuchungszeitraum mit der erstmaligen Vornahme massiver Dollarabgaben der Deutschen Bundesbank am 21. 9. 1984 in zwei Abschnitte geteilt, so zeigt sich für die erste Periode eine geringere Anzahl von Iterationen im Vergleich zum Erwartungswert, für den zweiten Abschnitt eine zu hohe Anzahl der Abfolgen von Dollarkursänderungen in gleicher Richtung. Allerdings besteht in beiden Fällen kein akzeptables Signifikanzniveau.

¹³ Vgl. L. Sachs: Statistische Auswertungsmethoden, 2. Aufl. Berlin, Heidelberg, New York 1969, S. 369 ff.

¹⁴ Abweichungen einer beobachteten Anzahl von runs von einem Zufallsprozeß werden durch Vergleich der Prüfgröße z mit den Schranken der Standardnormalverteilung z bei vorgegebener Irrtumswahrscheinlichkeit ermittelt. Ist der empirische Wert absolut größer als der theoretische Wert, so ist die Nullhypothese, die Anzahl der runs ist mit einem Zufallsprozeß vereinbar, abzulehnen. Ein negatives Vorzeichen der Prüfgröße weist hin auf eine zu geringe Anzahl von runs, ein positives Vorzeichen auf zu viele Iterationen.

¹⁵ Zur Verwendung von Iterationstests zur Prüfung destabilisierender Devisenspekulation vgl. D. S. Kemp: The U.S. Dollar in International Markets: Mid-1970 to Mid-1976, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 58, No. 8, 1976, S. 7 ff.

Iterationstests zur Prüfung von Kassakursänderungen des Dollars auf Zufälligkeit

Untersuchungszeitraum	Anzahl der runs		z	Anzahl der Beobachtungen
	Erwartungswert	tatsächlich		
(1) 2. 1.1984-30.9.1985	219	217	-0,0998	437
(2) 2. 1.1984-21.9.1984	92	85	-0,8368	183
(3) 24. 9.1984-30.9.1985	128	132	0,5751	254
(4) 30. 3.1984-21.9.1984	58	55	-2,1036	120
(5) 20.12.1984-26.2.1985	21	15	-1,6921	45
(6) 3. 7.1985-20.9.1985	30	33	0,9376	58

Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis der Kassakursangaben der Deutschen Bundesbank.

Den Interventionen vom September 1984 ging eine längere Phase steigender Dollarkurse voraus, die Ende März ihren Anfang nahm (vgl. Abbildung). Für diesen, bis einen Tag vor den Bundesbank-Interventionen andauernden Zeitabschnitt, ist die Anzahl von Iterationen mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 % zu gering. Das weist auf Mitläufereffekte hin, einseitige Sicht des Marktes, ungenügende Berücksichtigung wechselkursrelevanter Informationen, kurz auf destabilisierende Spekulation und fehlende Markteffizienz. Die Dollarabgaben der Bundesbank von Ende September 1984 sind deshalb in einer Phase vorgenommen worden, die Devisenmarktinterventionen verlangte.

Den Interventionen folgte eine kurzzeitige Dollarkursabschwächung, die bald darauf von einem neuerlichen Dollarkursauftrieb abgelöst wurde, der sich ab Ende Dezember verstärkt fortsetzte. Für diesen Zeitraum bis zur Februar-Intervention ist die Anzahl von Iterationen auf dem 90%-Niveau signifikant zu gering. Auch hier bestehen Anzeichen fehlender Markteffizienz, wenn auch weniger deutlich ausgeprägt als vor der Intervention vom September 1984.

Das Wechselkursverhalten des Dollars vor den Interventionen am Dollarmarkt ab September 1985 unterscheidet sich erheblich von dem, das vor den beiden vorhergehenden Interventionsphasen zu registrieren war. Wird der Beginn des neuerlichen Dollarkursauftriebs, der zu Devisenmarkt eingriffen Anlaß gab, auf den 3. 7.

¹⁶ Allerdings ist zu fragen, ob der Devisenmarkt auch als ökonomisch effizient bezeichnet werden kann, wenn das Zeitreihenverhalten der Wechselkurse zwar auf effiziente Informationsverarbeitung hindeutet, die Kursentwicklung sich aber auf einem Niveau vollzieht, das gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen verstärkt.

¹⁷ Zu nachhaltigen Wechselkurseffekten sterilisierter Devisenmarktinterventionen durch Beeinflussung von Erwartungen vgl. H. Goldberg: Monetary Policy and Short Run Fluctuations in Exchange Rates, in: Außenwirtschaft, 37. Jg., H. 2/3 1982, S. 10 ff.

terminiert, so zeigt sich für den Zeitraum bis einen Tag vor den neuerlichen Interventionen eine Anzahl der Abfolgen gleichgerichteter Dollarkursänderungen, die sich nicht signifikant vom Erwartungswert unterscheidet. Die Dollarkursentwicklung läßt für diese Zeit also nicht erkennen, daß Devisenmärkte Informationen nicht effizient verarbeitet hätten¹⁶. Das läßt die Schlußfolgerung zu, daß die Devisenmarktinterventionen ab September 1985 ausschließlich darauf abzielten, das Dollarkursniveau zu senken, während in den beiden vorangegangenen Interventionsphasen, wenn auch unausgesprochen, auch darauf abgezielt wurde, durch Devisenmarkt eingriffe die Markteffizienz zu fördern.

Interventionswirkungen

Regelmäßig wurde von Kritikern in den zurückliegenden Jahren auf die vermeintliche Erfolglosigkeit von Devisenmarktinterventionen hingewiesen, wenn sie nicht mit zunehmender wirtschaftlicher Konvergenz der Länder einhergehen. Diese Kritik wurde insbesondere dann laut, wenn Dollarkurse nach einem kurzzeitigen interventionsbedingten Rückfall wieder anzogen.

Die Beurteilung der Wirkungen von Devisenmarktinterventionen hängt freilich davon ab, welcher Maßstab angelegt wird. Werden temporäre Devisenmarktinterventionen vorgenommen, um Erwartungen privater Akteure am Devisenmarkt zu beeinflussen und die Aufmerksamkeit auf bislang nicht ausreichend berücksichtigte Informationen zu lenken, so waren die Interventionen vom September 1984 und vom Februar 1985 erforderlich und erfolgreich. Das Zeitreihenverhalten des Dollarkurses nach den Interventionen zeigt, daß vorher vorhandene Verkrustungen der Erwartungen aufgelöst werden konnten¹⁷. Diese Einschätzung der Notwendigkeit von Devisenmarktinterventionen zur Verbesserung von Markteffizienz durch Beeinflussung von Erwartungen gilt jedoch nicht für die nach der Konferenz der Fünfergruppe Ende September 1985 vorgenommenen Interventionen.

Wird dagegen die Wechselkurshöhe als Maßstab zur Beurteilung von Devisenmarkt eingriffen der Währungsbehörden verwendet, so war die isolierte Intervention der Bundesbank vom September 1984 erfolglos, weil es nur kurzzeitig gelang, den Aufwärtstrend des Dollarkurses zu unterbrechen. Als erfolgreicher ist die zwischen europäischen Zentralbanken koordinierte Intervention ab Februar 1985 zu bewerten.

Das Kursniveau vor und nach Interventionen ist jedoch ein grober Maßstab, denn Ziel von Interventionen kann es auch sein, die Kursentwicklung im Zeitverlauf, also den Kurstrend zu beeinflussen. Die Einschätzung

der Devisenmarktinterventionen erfordert dann einen Vergleich der Kursentwicklung vor und nach Interventionen. Besteht in diesen beiden Zeitperioden kein signifikanter Unterschied des Kurstrends, so gelang es über einen kurzfristigen Überraschungseffekt hinaus nicht, die Wechselkursentwicklung nachhaltig zu beeinflussen. Entsprechend können Interventionen als erfolgreich gelten, wenn sich der Kurstrend infolge von Interventionen verändert.

Strukturbrüche

Zur Prüfung dieser Frage wurde die Dollarkursentwicklung von Anfang Januar 1984 bis Ende September 1985 dahingehend untersucht, ob sich Strukturbrüche im Zusammenhang mit Devisenmarktinterventionen lokalisieren lassen. Treten Strukturbrüche in Interventionsphasen auf, so ist das ein Hinweis auf die Wirksamkeit von Eingriffen der Währungsbehörden in den Devisenmarkt.

Ohne Ansatz und Einzelergebnisse dieser Analyse hier im einzelnen darlegen zu können¹⁸, läßt sich zusammenfassend feststellen:

- Ein Strukturbruch läßt sich für den 24. 9. 1984 konstatieren, also für den ersten Börsentag nach der Bundesbank-Intervention vom 21. 9. 1984.
- Mit den Devisenmarktinterventionen mehrerer Zentralbanken Ende Februar 1985 war kein unmittelbarer Strukturbruch verknüpft. Eine Änderung des Kurstrends war aber rund einen Monat später zu verzeichnen.

Auch diese Ergebnisse sollten dazu Anlaß geben, die häufig geäußerte Skepsis gegenüber Möglichkeiten der Beeinflussung der Dollarkursentwicklung mit Hilfe temporärer und sterilisierter Devisenmarktinterventionen zu überdenken:

- Erstens änderte der Dollarkurs seinen Trendverlauf nach den Interventionen vom September 1984 und vom Februar 1985. Auch sterilisierte und zeitlich begrenzte Devisenmarktinterventionen zeigen Wechselkurswirkungen¹⁹.
- Zweitens ist es fraglich, ob abgestimmte Devisenmarktinterventionen mehrerer Zentralbanken unter Ein-schluß der amerikanischen Währungsbehörden stets bessere Wechselkurswirkungen zu erzielen vermögen als isolierte Devisenmarkt eingriffe allein einer Zentralbank. Die Interventionen der Bundesbank vom September 1984 änderten sofort das Zeitreihenverhalten des

Dollarkurses, während den international abgestimmten Interventionen vom Februar 1985 erst einen Monat später ein Strukturbruch folgte.

- Drittens kann ein gelegentliches Eingreifen von Zentralbanken in den Devisenmarkt auch dann noch für längere Zeit die Wechselkursentwicklung prägen, wenn Währungsbehörden nicht mehr am Markt sind. Der Einfluß von Devisenmarktinterventionen ist nicht schon deshalb gering zu erachten, weil die Währungsreserven von Zentralbanken im Vergleich zu den täglichen Umsätzen am Devisenmarkt äußerst gering sind.
- Viertens aber wird auch deutlich, daß mit Zentralbankinterventionen allein weder ein Wechselkursniveau dauerhaft fixiert noch die trendmäßige Wechselkursentwicklung umgekehrt werden kann, wenn privaten Marktteilnehmern die Berechtigung derartig grundlegender Änderungen nicht dargelegt werden kann.

Konsequenzen

Die zwischen den Währungsbehörden der großen westlichen Industrieländer abgestimmten Interventionen am Dollarmarkt nach der Konferenz der Finanzminister und Notenbankpräsidenten der Fünfergruppe vom September 1985 haben den Dollarkurs ein gutes Stück zurückgeführt, und er stabilisierte sich auf diesem niedrigen Niveau. Die Erfahrungen aus zwei vorangegangenen Interventionsphasen ergeben einige Hinweise auf Möglichkeiten und Grenzen von Devisenmarktinterventionen zur Beeinflussung des Dollarkurses:

- Umstritten ist die Auslegung des Begriffs der „disorderly market conditions“, die Anlaß zu Devisenmarktinterventionen geben könnten. Die Interventionen nach der Zusammenkunft der Fünfergruppe weisen darauf hin, daß die Bedingungen am Dollarmarkt als korrekturbedürftig bewertet werden, wenn das Dollarkursniveau zu einem Problem der amerikanischen Volkswirtschaft wird. Das ist unbefriedigend, weil die derzeit vorhandene Bereitschaft der USA, bei wirtschaftspolitischen Maßnahmen mögliche Dollarkurswirkungen zu berücksichtigen, schwinden kann, wenn aus amerikanischer Sicht der Dollar wieder ein akzeptables Niveau erreicht hat. Unabhängig von der Wechselkurshöhe können ungeordnete Devisenmarktverhältnisse bei Anzeichen mangelnder Informationseffizienz angenommen werden. Unzulängliche Markteffizienz wird ausgedrückt durch längere Reihen aufeinanderfolgender Dollarkursänderungen mit gleichem Vorzeichen. Würden sich die Währungsbehörden auf einen derartigen Maßstab festlegen, die Öffentlichkeit darüber informieren und im Bedarfsfall am Devisenmarkt eingreifen, so würde dem gebundenen Floating des Dollars ein automatischer Stabi-

¹⁸ Vgl. hierzu die erweiterte Fassung meines Beitrages, die in Heft 1/1986 der Zeitschrift INTERECONOMICS erscheinen wird.

¹⁹ Zu diesem Ergebnis gelangt auch B. E. L o o p e s k o : Relationship among Exchange Rates, a.a.O., S. 7.

lisor eingebaut, der preisdynamische Reaktionen abschwächte²⁰. Entsprechend weist ständiges Abwechseln positiver und negativer Dollarkursänderungen auf Irritationen des Marktes hin, auf rasch wechselnde Erwartungen, die nicht fest begründet sind. Auch in diesem Fall können temporäre Devisenmarktinterventionen geeignet sein, durch Beeinflussung der Erwartungen privater Devisenmarktteilnehmer die Dollarkursentwicklung zu regulieren²¹.

□ Wenn Devisenmarktinterventionen mit dem Ziel vorgenommen werden, den Blick privater Marktteilnehmer auf andere als bislang beachtete Wechselkursrelevante Einflüsse zu lenken, um auf diese Weise die Informationseffizienz des Devisenmarktes zu verbessern, so kann es nicht als effiziente Informationspolitik bezeichnet werden, wenn Interventionen mit dem Mantel des Betriebsgeheimnisses verdeckt vorgenommen werden. Dies widerspricht der vorherrschenden Auffassung, daß überraschende und verdeckte Devisenmarktinterventionen vorzuziehen seien²². Zur Stabilisierung von Erwartungen sind jedoch offene Interventionen überlegen, weil irrtümliche Mutmaßungen und dadurch ausgelöste Fehlreaktionen privater Devisenmarktteilnehmer nicht entstehen können.

²⁰ Devisenmarktinterventionen bei technischen Reaktionen der Wechselkurse empfiehlt B. Reszat: Technische Ursachen kurzfristiger Wechselkursbewegungen, in: Kredit und Kapital, 18. Jg., 1985, S. 428 ff.

²¹ Begründete Zweifel an einer Förderung von Markteffizienz infolge einer Verringerung von Unsicherheiten durch Interventionsregeln bei grundsätzlich flexiblen Wechselkursen äußert B. Reszat: Die kurz- und langfristige Effizienz von Regeln für Devisenmarktinterventionen, Berlin 1984, insbes. S. 167 ff.

²² Vgl. P. Bridel, K. Schiitknecht: Devisenmarktinterventionen als Mittel der Wechselkursstabilisierung?, a.a.O., S. 533. Die vermeintliche Notwendigkeit überraschender Devisenmarktinterventionen wird von Bundesfinanzminister Stoltenberg bekräftigt. Vgl. Tagung der Finanzminister und Notenbankpräsidenten der fünf größten westlichen Industrieländer in New York, in: Bundesministerium der Finanzen: Finanznachrichten, Nr. 38 vom 26. 9. 1985, S. 5 f.

²³ Vgl. H.-E. Scharrer: Währungspolitische Perspektiven für die Bundesrepublik Deutschland in der Post-Bretton-Woods-Ära, in: WSI-Mitteilungen, H. 5/1976, S. 305.

□ Währungsbehörden sollten bei gebundenem Floaten keine festen Wechselkursziele verkünden, und es ist zu vermeiden, jede Abweichung der Wechselkurse von einem Zielwert durch Devisenmarkt eingriffe zu verhindern²³. Werden, zumindest aus der Sichtweise privater Marktteilnehmer, Wechselkurse durch Interventionen festgezurr, so kann sich die Auffassung durchsetzen, daß auch künftig Wechselkursänderungen unterbunden werden. Dann schwindet das Wechselkursänderungsrisiko, so daß die Richtung internationaler Kapitalbewegungen allein von Zinsdifferenzen zwischen Währungsgebieten bestimmt wird, nicht auch von Wechselkursänderungserwartungen. Die Zentralbank eines Niedrigzinslandes, die durch Devisenabgaben den Dollarkurs festhält, riskiert einen von zinsinduzierten Kapitalexporten in die USA ausgelösten Zinsauftrieb.

□ Devisenmarkt eingriffe zur Verbesserung der Markteffizienz sollten sich auf Anstoßeffekte beschränken. Die Glaubwürdigkeit von Interventionen steigt nicht proportional mit der Länge der Interventionsperiode.

□ Sterilisierte Devisenmarktinterventionen können Wechselkurse auf verschiedenen Wegen beeinflussen. Dazu rechnet auch die Signalfunktion einer beabsichtigten stärkeren internationalen Abstimmung wirtschaftspolitischer Maßnahmen. Deshalb sind koordinierte Interventionen der Währungsbehörden mehrerer Länder einem isolierten Eingreifen der Zentralbank eines Landes vorzuziehen.

Devisenmarktinterventionen sind jedoch kein Substitut für die erforderliche Harmonisierung wirtschaftspolitischer Konzeptionen und Maßnahmen der großen Industrieländer. Devisenmarkt eingriffe von Währungsbehörden werden auf etwas längere Sicht ungläubwürdig, und sie verlieren an Wirkungskraft, wenn sie einhergehen mit zunehmender Divergenz der Wirtschaftspolitik und fundamentaler, auch für Wechselkurse relevanter, wirtschaftlicher Daten der einzelnen Länder.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: Prof. Dr. Armin Gutowski, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmah)

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Rainer Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A., Dipl.-Vw. Klauspeter Zanzig

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 3562306/307

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages Weltarchiv GmbH ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf eine andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.

VERTRIEB:

manager magazin Verlagsgesellschaft mbH, Marketingabteilung, Postfach 11 1060, 2000 Hamburg 11, Tel.: (040) 3007624

Bezugspreise: Einzelheft: DM 8,50, Jahresabonnement DM 96,- (Studenten: DM 48,-)

VERLAG UND HERSTELLUNG:

Verlag Weltarchiv GmbH, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 3562500

Anzeigenpreisliste: Nr. 13 vom 1. 1. 1983

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: Wünsch-Druck GmbH, 8430 Neumarkt/Opf.