

Scharrer, Hans-Eckart

Article — Digitized Version

Erfolgreiche Devisenmarkt-Interventionen?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Scharrer, Hans-Eckart (1988) : Erfolgreiche Devisenmarkt-Interventionen?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 68, Iss. 1, pp. 2-3

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/136352>

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.

Erfolgreiche Devisenmarkt- Interventionen?



Hans-Eckart Scharrer

Gerüchte über ein angebliches Geheimabkommen der Zentralbanken zur Stützung des Dollarkurses und massive Devisenmarkt-Interventionen der Währungsbehörden haben dem Dollar zu Beginn des neuen Jahres plötzlich wieder Auftrieb gegeben. War die amerikanische Währung nach der ebenso langatmigen wie unverbindlichen Erklärung der Siebenergruppe vom 23. Dezember 1987 zunächst noch weiter gefallen – zum Jahreswechsel erreichte sie ihr bisheriges Rekordtief von 1,5680 DM und 120,45 Yen –, so erholte sich ihr Kurs bis zum Ende der ersten Januarwoche um 4½ bzw. 6½ Prozent auf Werte um 1,64 DM und 128,50 Yen.

Freilich gibt es keinen Grund zu der Annahme, mit diesem taktischen Erfolg sei bereits die Wende in der Dollarkursentwicklung eingeläutet. Es sind derzeit vor allem zwei Variable, an deren (erwarteter) Entwicklung sich internationale Anleger bei ihren Portfolioüberlegungen orientieren und die damit die Kursentwicklung des Dollars in starkem Maße prägen: Leistungsbilanzentwicklung und Zinsdifferenzen, jeweils im Verhältnis USA – Japan/Deutschland (Europa). Was die Leistungsbilanzen betrifft, so hat sich die amerikanische Handelsposition in realer Rechnung zwar deutlich verbessert, während sich in Japan und der Bundesrepublik ein allmählicher Abbau der Überschüsse anbahnt. Die neunmonatige „Stabilisierung“ des Dollarkurses in der Nähe von 1,80 DM, Ergebnis des Louvre-Akkords vom 22. Februar 1987, hat aber nicht ausgereicht, den außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß auch in nominaler Rechnung deutlich zu machen. Zudem ist die Basis für diesen Anpassungsprozeß schmal: wesentliche Teile des Außenhandels der USA, aber auch Deutschlands bzw. Europas sind von Wechselkursänderungen weitgehend abgeschirmt. Und schließlich ist mit der rasch wachsenden Auslandsverschuldung der USA der traditionelle amerikanische Aktivsaldo bei den Kapitalerträgen stark geschrumpft; 1988 wird er in ein Defizit umschlagen – zu Lasten der künftigen Leistungsbilanzentwicklung.

Werden demnach die Leistungsbilanzdaten den Dollarkurs auch künftig weiter nach unten ziehen, so stellt sich die Frage, ob die Zinsdifferenz zwischen Dollar-, Yen- und D-Mark-Anlagen ausreicht, dieser Schwächetendenz entgegenzuwirken. Im vergangenen Jahr war dies offenkundig nicht der Fall: Der Ankauf von vermutlich mehr als 100 Mrd. Dollar durch Währungsbehörden demonstriert, daß private Anleger bei den herrschenden Zinsen und Wechselkursen nicht bereit waren, das amerikanische Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizit zu finanzieren. Die nicht-amerikanischen Währungsbehörden haben daher den USA im Ergebnis eine Zinssubvention gewährt. Daß die Zinsdifferenz sich 1988 genügend vergrößern wird, um angesichts anhaltender außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte den Dollarkurs auf dem derzeitigen Niveau zu stabilisieren, erscheint eher zweifelhaft: nicht nur das Wahljahr, sondern auch die Besorgnis vor einem neuerlichen Börsenkrach stehen einer deutlich restriktiveren Geldpolitik in den USA entgegen. Mit einem weiteren Rückgang des Dollarkurses im Jahresverlauf ist daher zu rechnen.

Freude mag über den jüngsten administrierten Kursanstieg auch deshalb nicht aufkommen, weil die Zweifel sich verstärken, ob die Zentralbanken mit ihrer gedanklichen Fixierung

auf den Dollarkurs auf dem richtigen Weg sind. Zwar ist der Dollarkurs unbestritten eine wichtige ökonomische Variable, und das Risiko eines weiteren Kursrückgangs muß die Bereitschaft vieler Unternehmen, in der Bundesrepublik (mehr) zu investieren, beeinträchtigen. Richtig ist sicher auch, daß die Devisenmarkt-Teilnehmer wegen ihres extrem kurzfristigen Zeithorizonts den industriellen Sektor immer wieder heftigen Schocks aussetzen, die dieser wegen seiner langfristigen (Sach-)Kapitalbindung nur begrenzt auffangen kann. Interventionen der Währungsbehörden am Devisenmarkt werden deshalb auch gern mit dem Argument gerechtfertigt, daß die Zentralbanken den Part der mittelfristig orientierten Gegenspekulation spielen müssen.

Es fragt sich allerdings, ob die bisherigen Ergebnisse der Dollarpolitik den Einsatz rechtfertigen. Tatsächlich war ungeachtet zahlreicher taktischer Siege über die „Spekulation“ der Einfluß der Währungsbehörden auf den Kursverlauf im letzten Jahrzehnt recht bescheiden. Interventionen der Bundesbank von 24 Mrd. DM 1978 und 19 Mrd. DM im Sommer 1979 konnten seinerzeit nicht verhindern, daß der Dollarverfall sich beschleunigte; erst der Übergang zur neuen Geldpolitik in den USA brachte die Wende in der Kursentwicklung. Nicht größer war der Erfolg in den Jahren 1981-85: obwohl die Bundesbank Milliarden Dollar in den Markt pumpte und überdies mit einer stark restriktiven, den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen widersprechenden Geldpolitik eine Rezession riskierte, stieg der Dollar bis auf 3,47 DM. Die Interventionen unter dem Louvre-Akkord von 1987 haben den Dollarkurs zwar temporär vor einem Rückgang bewahren können, aber um einen hohen Preis: den Unternehmen wurden falsche Marktsignale gegeben, das Geldmengenziel wurde in einem Maße überschritten, das Zweifel an seiner Berechtigung entstehen ließ, und am Ende hatte sich ein Kursänderungsbedarf aufgebaut, der alle Dämme brechen ließ. Insgesamt haben die Währungsbehörden 1987 mit der Verteidigung eines marktwidrigen, starren Kursniveaus wohl mehr zur Destabilisierung als zur Festigung der internationalen Finanzmärkte und der wirtschaftlichen Erwartungen beigetragen – der „Schwarze Montag“ (19. Oktober 1987) war auch eine Quittung für die mangelnde Vereinbarkeit von Dollarkurs und Zinsgefälle.

Im Ergebnis hat die Bundesbank, wie die Währungsbehörden anderer Länder, in den letzten Jahren an Glaubwürdigkeit verloren, da sie wiederholt weder ihre wechsellkurs- noch ihre geldpolitischen Ziele zu realisieren vermochte. Tatsächlich vereint das Regime des Managed Floating, so wie es bisher praktiziert wurde, die Schwächen des Bretton-Woods-Systems (fehlende Kontrolle über die Geldmenge) mit denen eines „reinen“ Systems flexibler Wechselkurse (fehlende Kontrolle über den Wechselkurs).

Ein grundsätzliches Überdenken des dollarpolitischen Ansatzes erscheint daher angezeigt. Erstes Element einer umfassenderen Anpassungsstrategie ist die Rückkehr zu einem glaubwürdigen (!) Geldmengenziel. Das impliziert nicht notwendigerweise den völligen Verzicht auf Devisenmarktinterventionen, wohl aber auf ein starres Wechselkursziel. Die Wiederherstellung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit ist eine notwendige Bedingung für die Stabilisierung der wirtschaftlichen Erwartungen. Zweitens geht es um eine gleichmäßigere Verteilung der Anpassungslasten zwischen den einzelnen Unternehmen und Wirtschaftszweigen. Eine zügige Rückführung des globalen deutschen Leistungsbilanzüberschusses – als Voraussetzung für eine Stabilisierung des Dollarkurses – kann nur gelingen, wenn der Überschuß gegenüber den EG-Ländern nicht weiter wächst (wie 1987), sondern ebenfalls zurückgeht. Eine Aufwertung der D-Mark im EWS wäre daher sachgerecht. Zu einer gleichmäßigeren Verteilung der Anpassungslasten gehört auch, daß Wirtschaftszweige, die durch Subventionen vor dem Einfluß von Wechselkursänderungen geschützt werden – von der Flugzeugindustrie (Airbus) bis zur Landwirtschaft –, den gleichen internationalen Wettbewerbsbedingungen ausgesetzt werden wie die übrige Wirtschaft, auf deren Kosten sie leben. Drittes Element wäre eine kooperative Strategie – auch unter Einbringung der jüngsten japanischen Erfahrungen – zur Beschleunigung des wirtschaftlichen Wachstums, Förderung des Innovationsprozesses und zur Schaffung neuer Arbeitsplätze in wettbewerbsfähigen Unternehmen und Wirtschaftszweigen. Der schwache Dollar geht nicht nur die Bundesbank etwas an, Bundesregierung und Tarifpartner sind in gleicher Weise gefordert.