

Vehrkamp, Robert B.

Article — Digitized Version

Fünf Jahre konzertierte Dollarinterventionen: Eine Bestandsaufnahme

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Vehrkamp, Robert B. (1990) : Fünf Jahre konzertierte Dollarinterventionen: Eine Bestandsaufnahme, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 70, Iss. 9, pp. 471-478

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136678>

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.

Robert Vehrkamp

Fünf Jahre konzertierte Dollarinterventionen – eine Bestandsaufnahme

Vor fünf Jahren beschlossen die fünf wichtigsten Industrieländer im sogenannten Plaza-Abkommen konzertierte Devisenmarktinterventionen gegenüber dem Dollar. Wurden die angestrebten Interventionsziele erreicht?

Als sich am 22. September 1985 die Finanzminister und Notenbankchefs der G-5-Länder im New Yorker Plaza Hotel zur sogenannten „Dollarkonferenz“ trafen, hatte der Kurs des Dollars unter starken Aufwertungs-tendenzen erneut einen Wert von fast 3,00 DM erreicht. Vorausgegangen war eine knapp fünf Jahre andauernde, von starken monatlichen Kursschwankungen und kurzen Abwertungs- bzw. Stabilisierungsphasen begleitete Aufwertung des Dollars von 1,73 DM Ende Juli 1980 bis auf einen Höchststand von 3,47 DM Ende Februar 1985.

Dominante Ursache dieser Dollaraufwertung war die seit Anfang 1981 konsequent durchgeführte restriktive Geldmengenpolitik der amerikanischen Notenbank in Verbindung mit den drastisch ansteigenden Haushaltsdefiziten in den USA. Die dadurch ausgelösten Zinssteigerungen hatten zu einer starken Ausweitung der Zinsspanne zwischen DM- und Dollar-Anlagen zugunsten des Dollars geführt. Obwohl die starke Aufwertung des Dollars auch von der amerikanischen Regierung als eine Hauptursache des seit Mitte 1982 zu verzeichnenden Handelsbilanzdefizits der USA erkannt wurde, standen für die Regierung Reagan die binnenwirtschaftlich erwünschten inflationsdämpfenden Effekte der Dollaraufwertung zunächst im Vordergrund¹. Der starke Dollar wurde von der amerikanischen Regierung als Zeichen der wirtschaftlichen Stärke der USA gewertet („a strong country has a strong currency“)².

Als echter Marktpreis sollte der Kurs des Dollars ohne staatliche Interventionen bestimmt werden. Konsequenterweise hatte die Reagan-Regierung bereits im

Januar 1981 die Interventionen am Devisenmarkt ausgesetzt und sie als „Faktor der Instabilität“ und „Verschleuderung von Steuergeldern“ kategorisch abgelehnt³.

Nachdem die Deutsche Bundesbank bereits im September 1984 erfolglos versucht hatte, durch Dollarverkäufe in Höhe von 6,1 Mrd. Dollar den Aufwertungs-trend des Dollars dauerhaft zu brechen, erfolgten Ende Februar 1985 koordinierte Dollarinterventionen der G-5-Länder in einem Umfang von insgesamt 4,6 Mrd. Dollar. Allein die Bundesbank verkaufte innerhalb von vier Tagen 2,7 Mrd. Dollar⁴. Daraufhin kam es zu einer Trendumkehr des Dollarkurses, die sich, unterbrochen durch eine kurze Aufwertungsphase Anfang Mai 1985, ohne weitere Interventionen am Devisenmarkt bis Ende August 1985 fortsetzte.

Neu an den Interventionen vom Frühjahr 1985 war die Beteiligung der amerikanischen Währungsbehörden, auch wenn ihr Anteil an den konzertierten Dollarverkäufen mit gut 5% (257,4 Mill. \$) verschwindend gering war⁵. Bereits im Januar 1985 hatten die USA im Rahmen der G-5 die Verpflichtung übernommen, einer weiteren Aufwertung des Dollars notfalls auch durch koordinierte Interventionen entgegenzuwirken⁶. Diese grundsätzli-

¹ Vgl. Council of Economic Advisers, Annual Report 1982, Washington 1983, S. 63.

² Vgl. H.-E. Büschgen, W. Böhner: Mythos und Realität des Dollar, in: Die Bank, 2/1986, S. 62.

³ Zitiert nach O. Eminger: D-Mark-Dollar-Währungskrisen, Erinnerungen eines ehemaligen Notenbankpräsidenten, Stuttgart 1986, S. 320 f.

⁴ Vgl. zu den Interventionsdaten der Bundesbank die entsprechenden Angaben der jeweiligen Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank.

⁵ Die Angaben über die Interventionsvolumina der amerikanischen Währungsbehörden beruhen auf den Quartalsberichten der Federal Reserve Bank New York über die „Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations“ in den laufenden Nummern des Federal Reserve Bulletin sowie eigenen Berechnungen.

Robert Vehrkamp, 26, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik und Konjunkturforschung der Universität Witten/Herdecke.

che Bereitschaft der USA, sich an Dollarinterventionen zu beteiligen, entsprach der allgemeinen Neuorientierung der amerikanischen Wechselkurspolitik. Durch die erwartete Konjunkturabschwächung in den USA, die einherging mit einer weiteren drastischen Zunahme des Handelsbilanzdefizits, wurden die negativen Wettbewerbseffekte des starken Dollars auf die amerikanische Exportindustrie zur Hauptsorge der wechselkurspolitischen Konzeption der Reagan-Regierung. Gleichzeitig versuchte sie, den zahlreichen protektionistischen Gesetzesvorlagen aus dem Kongreß durch Initiativen auf dem Gebiet der Wechselkurspolitik den Wind aus den Segeln zu nehmen. Zu diesem Zweck initiierte die amerikanische Regierung Ende September 1985, als der Kurs des Dollars wiederum auf 2,96 DM gestiegen war, eine internationale „Dollarkonferenz“ der G-5-Länder.

Plaza-Abkommen

Bei diesem als „Plaza-Meeting“ bekanntgewordenen Treffen der G-5-Länder wurden international koordinierte wirtschaftspolitische Maßnahmen vereinbart, die, flankiert durch konzertierte Interventionen am Devisenmarkt, „some further orderly appreciation of the main non-dollar currencies against the dollar“⁷ bewirken sollten. Die USA verpflichteten sich, auf protektionistische Maßnahmen zum Abbau ihres Handelsbilanzdefizits zu verzichten und ihr Haushaltsdefizit im Fiskaljahr 1986 um 1 % des BSP zu reduzieren. Die Bundesrepublik und Japan erklärten sich in allgemeineren Formulierungen zu geld- und finanzpolitischen Maßnahmen bereit, die eine Ausweitung ihrer inländischen Nachfrage zum Ziel haben sollten, ohne dabei jedoch die Stabilität des Preisniveaus zu gefährden.

Die Vereinbarungen zur Interventionspolitik sahen für einen Zeitraum von zunächst sechs Wochen ein Interventionsvolumen von 18 Mrd. Dollar vor, durch das eine 10%ige Abwertung des Dollars gegenüber Yen und DM erreicht werden sollte. Eine darüber hinausgehende Dollarabwertung wurde als wünschenswert bezeichnet, jedoch nicht näher quantifiziert. Über die konkrete Ver-

teilung des vorgesehenen Interventionsvolumens konnte keine Einigung erzielt werden, da vor allem die Bundesbank nicht bereit war, den zunächst für sie vorgesehenen Anteil von 25% zu garantieren⁸.

Alein die Tatsache der Dollarkonferenz löste am 23. September 1985 den schärfsten Dollar-Kurssturz innerhalb eines Tages seit 1971 aus. Bis Ende Oktober 1985 wurden in der Folge der Plaza-Vereinbarungen von den Notenbanken der G-5-Länder insgesamt 5 Mrd. Dollar verkauft. Daran hatten die Dollarverkäufe der amerikanischen Währungsbehörden mit insgesamt 3,2 Mrd. Dollar den weitaus größten Anteil, von dem wiederum 1,7 Mrd. Dollar gegen DM verkauft wurden (vgl. Graphik).

Die Dollarverkäufe der Bundesbank beliefen sich für das gesamte Jahr 1985 zu jeweiligen Wechselkursen gerechnet auf 14,6 Mrd. DM, wovon jedoch der weitaus größte Teil bereits im Frühjahr 1985 erfolgt war, während die Beteiligung an den Sept./Okt.-Interventionen entsprechend geringer ausfiel.

Als der Dollar bis Anfang November 1985 bereits unter 2,60 DM gefallen war, wurden die konzertierten Interventionen am Devisenmarkt wieder eingestellt. Der „Anstoßeffekt“ der Dollarkonferenz hatte einen Abwertungsprozeß des Dollars eingeleitet, der sich ohne weitere Interventionen der Währungsbehörden bis zum Frühjahr 1987 fortsetzen sollte.

Im Verlauf des Jahres 1986 erwies sich die fehlende Verständigung auf eine Untergrenze für die Dollarabwertung als die offene Flanke der Plaza-Vereinbarungen. Als sich der Kurs des Dollars im März 1986 der Marke von 2,20 DM näherte, wurde dies von der Bundesbank bereits als Anzeichen einer überschießenden Abwertung des Dollars gewertet⁹. Im Gegensatz dazu konzentrierte sich die amerikanische Wechselkurspolitik immer stärker auf die Dollarabwertung als Instrument zum Ausgleich der amerikanischen Handelsbilanz. Über verbesserte Exportchancen der amerikanischen Exportindustrie sollte eine Stabilisierung der Konjunktur erreicht werden. An die Stelle konzertierter Devisenmarktinterventionen war eine Politik des isolierten „talking down the dollar“ durch die amerikanische Regierung getreten¹⁰.

Louvre-Abkommen

Die Bundesbank hatte bereits im September 1986 wieder mit Dollarstützungsinterventionen begonnen, die jedoch auch wegen der öffentlich vorgetragenen Abwertungsstrategie der amerikanischen Regierung erfolglos blieben. Erst als der Kurs des Dollars im Frühjahr 1987 bis auf 1,85 DM gefallen war, erklärten sich die Amerikaner aufgrund der abwertungsbedingten Infla-

⁶ Vgl. Announcement by G-5 Ministers and Governors, Washington D.C., 17. Jan., 1985, in: Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank, Nr. 5/1985, S. 1.

⁷ Announcement by G-5 Ministers and Central Bank Governors, New York, 22. Sept. 1985, in: Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank, Nr. 93/1985, S. 2.

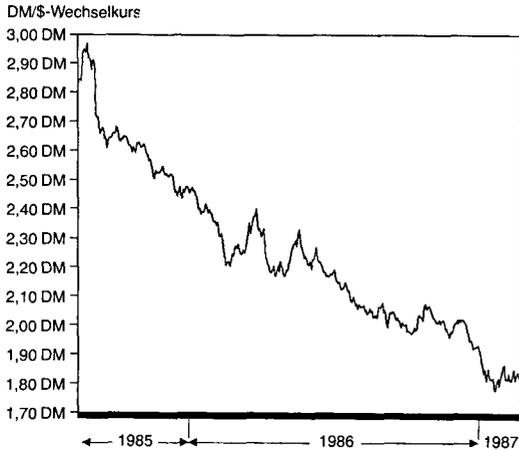
⁸ Vgl. Y. F u n a b a s h i: Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre, Institute for International Economics, Washington 1988, S. 10 f.

⁹ Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1986, S. 66. Die Deutsche Bundesbank hatte bereits Anfang Oktober 1985, als der Dollar um 7% bis auf 2,65 DM gefallen war, die Dollarabwertung als ausreichend bezeichnet. Vgl. R. C. H e n n i n g: Macroeconomic Policy in the Eighties, New York, Sydney 1987, S. 32.

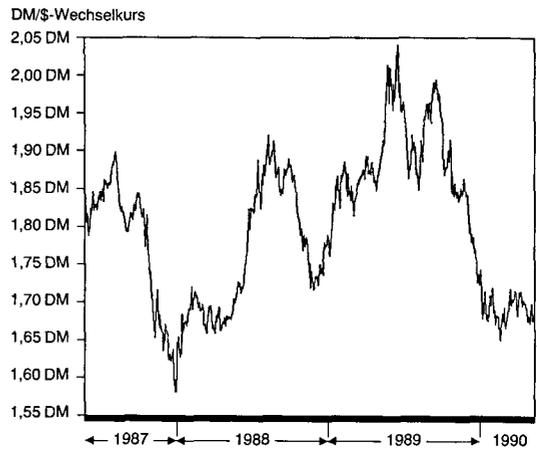
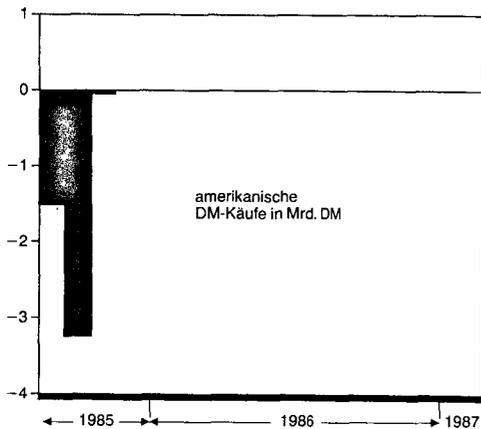
¹⁰ Vgl. O. E m m i n g e r, a.a.O., S. 374; sowie M. O t t e: The United States, Japan, West Germany and Europe in the International Economy 1977-1987, Idstein 1988, S. 108.

DM/Dollar-Wechselkurs und ausländische DM-Interventionen

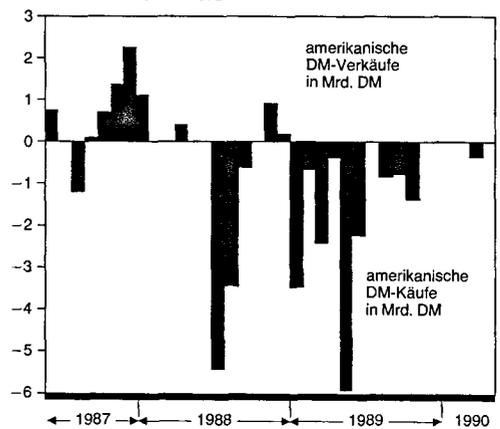
(September 1985 – April 1990)



amerik. DM-Interventionen in Mrd. DM



amerik. DM-Interventionen in Mrd. DM



tionsrisiken des niedrigen Dollarkurses zu einer aktiven Beteiligung an den Bemühungen zur Dollarstabilisierung bereit.

Am 22. Februar 1987 fand im Pariser Louvre eine zweite „Dollarkonferenz“ der um Kanada erweiterten G-5-Länder statt. Nach dem Muster der Plaza-Vereinbarungen sollte wiederum durch international koordinierte wirtschaftspolitische Verpflichtungen der einzelnen Länder sowie konzertierte Interventionen an den Devisenmärkten ein gemeinsames Wechselkursziel erreicht werden. Ziel dieser neuen Vereinbarungen war es, „to foster stability of exchange rates around current levels“¹¹. Obwohl keine formalen Wechselkurszielzonen mit entsprechenden Interventionsverpflichtungen vereinbart wurden, sollte der Dollarkurs bei etwa 1,82 DM stabilisiert werden. Als erste Verteidigungslinie wurde eine Bandbreite von $\pm 2,5\%$ vorgesehen, in der gemeinsame Interventionen auf freiwilliger Basis erfolgen sollten. In einer erweiterten Bandbreite von $\pm 2,5$ bis 5% wurden dann von den Teilnehmerländern neben Konsul-

tationen über wirtschaftspolitische Maßnahmen auch verstärkte Interventionen erwartet¹².

Die Louvre-Vereinbarungen sind somit als eine flexible Abmachung über einen zu verteidigenden Dollar-Mindestkurs anzusehen. Der Interventionspolitik kam dabei eine Schlüsselrolle zu, die durch die geringen Erfolge bei der internationalen Koordination der Geld- und Finanzpolitik der einzelnen Länder noch verstärkt wurde. Im Vergleich zu früheren Interventionsvereinbarungen seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im März 1973 kann das Louvre-Abkommen als „the most serious attempt to implement systemic exchange stabilization among the G-7 after more than a decade of unchartered floating exchange rates“¹³ bezeichnet werden. Daß die vereinbarte Widerstandslinie von 1,82 DM jedoch flexibel gestaltet und nicht mit unlimitierten auto-

¹¹ Statement of Ministers of Finance and Central Bank Governors, Paris, 22. Febr. 1987, in: Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank, Nr. 15/1987, S. 1.

¹² Vgl. Y. Funabashi, a.a.O., S. 186.

¹³ Ebenda, S. 177.

matischen Interventionsverpflichtungen verbunden worden ist, wurde bereits Ende 1987 deutlich, als der Dollar trotz massiver Interventionen der Notenbanken auf einen neuen Tiefststand von 1,58 DM rutschte.

Interventionsphasen

Bei den abgestimmten deutsch/amerikanischen Interventionen zur Stabilisierung des Dollarkurses seit dem Louvre-Abkommen können folgende Phasen unterschieden werden (vgl. Graphik):

□ Nach dem Louvre-Abkommen waren zunächst keine Interventionen erforderlich, um die vereinbarte Stabilisierung des Dollarkurses bei circa 1,82 DM zu erreichen. Zwischen April und Juni 1987 kam es zu vereinzelt abgestimmten Dollarkäufen, um ein Absinken des Dollarkurses unter 1,80 DM zu verhindern.

□ Im August 1987 verkauften allein die amerikanischen Währungsbehörden Dollar im Wert von 1,2 Mrd. DM, um – begleitet von entsprechenden Bundesbank-Interventionen – den Anstieg des Dollars auf über 1,90 DM zu verhindern.

□ Nach dem Börsencrash vom 19. Oktober 1987 kauften die amerikanischen Währungsbehörden innerhalb von zwei Wochen mehr als 1,2 Mrd. Dollar. Bis Ende Januar hatte die USA Dollar im Gegenwert von insgesamt über 5 Mrd. DM gekauft. Auch die Bundesbank hatte sich an den Dollarkäufen „in einer noch nie erreichten Größenordnung“¹⁴ beteiligt. Trotzdem konnte ein erneuter Kurssturz des Dollars bis auf 1,57 DM Ende Dezember 1987 sowie das Einpendeln in einem Kursband zwischen 1,65 bis 1,70 DM in den folgenden Monaten nicht verhindert werden.

□ Im Sommer 1988 kam es wiederum zu umfangreichen abgestimmten Dollarverkäufen, an denen die amerikanischen Währungsbehörden mit über 5 Mrd. Dollar beteiligt waren. „Die Wirkung der umfangreichen Dollarabgaben auf das Wechselkursniveau blieb allerdings relativ gering“.¹⁵

□ Nach kurzzeitig notwendigen Dollarstützungsinterventionen Ende 1988 stand das Jahr 1989 wieder im Zeichen einer relativen Dollarstärke. Bis Oktober verkauften die USA allein zur Stützung der DM rund 10 Mrd. Dollar. Die Bundesbank beteiligte sich an diesen Interventionen mit Dollarabgaben in Höhe von 4 Mrd. Dollar. Ein wiederholter Anstieg des Dollarkurses auf über 2,00 DM im Mai/Juni 1989 konnte dabei genausowenig verhindert werden wie erneute Kursauschläge in den Monaten August und September 1989.

□ Der seit Ende 1989 erfolgte Abwertung des Dollars auf zunächst 1,65 bis 1,70 DM im Frühjahr 1990 sowie dem Kursverfall auf erneute historische Tiefstände

haben weder die Bundesbank noch die amerikanischen Währungsbehörden versucht, durch nennenswerte Interventionsmaßnahmen entgegenzuwirken.

In den fünf Jahren seit dem Plaza-Abkommen vom September 1985 haben allein die amerikanischen Währungsbehörden Devisenmarktinterventionen in einer Höhe von insgesamt 46,8 Mrd. Dollar vorgenommen. Knapp 50% davon entfielen auf Interventionen zur Beeinflussung des Dollar/DM-Wechselkurses. Zu durchschnittlichen Wechselkursen der jeweiligen Interventionsphasen gerechnet beliefen sich die DM-Stützungskäufe der Vereinigten Staaten auf insgesamt 35,4 Mrd. DM, während in Phasen der DM-Stärke insgesamt 8,4 Mrd. DM verkauft wurden. Im gleichen Zeitraum hat sich die Netto-Auslandsposition der Deutschen Bundesbank in Monatswerten gerechnet um insgesamt 76,8 Mrd. DM verändert, wovon Devisenzugänge im Gegenwert von 17,4 Mrd. DM und Devisenabgänge in einer Höhe von 59,4 Mrd. DM zu verzeichnen waren¹⁶.

Erste Anhaltspunkte über die Wechselkurswirkungen dieser konzertierten Dollarinterventionen können sich aus der Gegenüberstellung der Kursentwicklung mit den entsprechenden Interventionsvolumina ergeben (vgl. Graphiken). Eine solche Gegenüberstellung ergibt schon rein optisch ein zumindest zeitweise sehr günstiges Bild. Nach dem Plaza-Meeting haben die konzertierten Interventionen offensichtlich den gewünschten Abwertungsprozeß des Dollars ausgelöst; der Aufwertungsprozess konnte dauerhaft gebrochen werden. Auch wenn nach den Louvre-Vereinbarungen die dauerhafte Stabilisierung des Dollarkurses in der angestrebten Bandbreite um 1,82 DM nicht gelungen ist, lassen sich einige Phasen ausmachen, in denen massiven Dollarverkäufen bzw. -verkäufen entsprechende Auf- bzw. Abwertungen folgten.

Solche Betrachtungen lassen sich durch die Anwendung statistischer Korrelationsrechnungen zwischen den Interventionen und der Wechselkursentwicklung noch verfeinern¹⁷, sind jedoch aus grundsätzlichen methodischen Gründen abzulehnen. Ihr entscheidender Man-

¹⁴ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1987, S. 59.

¹⁵ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1988, S. 33.

¹⁶ Die zitierten Werte enthalten neben den Bundesbank-Interventionen auch die DM-Interventionen der amerikanischen Währungsbehörden, sofern diese zu einer Veränderung der amerikanischen DM-Anlagen bei der Bundesbank geführt haben. Vgl. dazu die Tabelle „Veränderungen der Netto-Auslandsposition der Deutschen Bundesbank durch Operationen am Devisenmarkt und sonstige Devisenbewegungen“ in den Geschäftsberichten der Deutschen Bundesbank.

¹⁷ Vgl. dazu den Überblick bei K. R o g o f f : Time Series Studies of the Relationship between Exchange Rates and Intervention: A Review of Technics and Literature, Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Study No. 132, Washington 1983.

gel besteht darin, daß der Ursache-Wirkungs-Zusammenhang zwischen den untersuchten Variablen unbewiesen unterstellt wird. Schon wegen der im Vergleich zu den täglichen Umsätzen an den Devisenmärkten geringen Interventionsvolumina der Notenbanken ist eine Kausalität zwischen Interventionen und Wechselkursentwicklung nicht unmittelbar einleuchtend.

Eine zumindest zeitweise nachweisbare Korrelation der beiden Größen kann sich auch aus dem Interventionsverhalten der beteiligten Notenbanken ergeben, die bei bestimmten Kursausschlägen so lange intervenieren, bis sich die Kursentwicklung, aus welchen Gründen auch immer, wieder umkehrt. Eine solche Gedankenführung geht von einer umgekehrten Kausalität zwischen Interventionen und Wechselkursentwicklung aus. Die Wechselkursentwicklung wird dann zum auslösenden Faktor eines bestimmten Interventionsverhaltens der Notenbanken.

Auch aus anderen Gründen erscheint eine isolierte Betrachtung der Interventionsdaten zur Erklärung der Wechselkursentwicklung wenig sachgerecht. Der Preisbildungsprozeß auf dem Devisenmarkt unterliegt einer Vielzahl von ökonomischen und außerökonomischen Einflußfaktoren. Das wird verdeutlicht durch die Vielzahl plausibler Erklärungsansätze, die für die einzelnen Entwicklungsphasen des DM/Dollar-Kurses angeführt werden. Auch für Phasen, in denen ein statistischer Zusammenhang zwischen Wechselkursentwicklung und Interventionsvolumen nachweisbar ist, lassen sich immer auch andere Ursachen für die erfolgte Wechselkursentwicklung feststellen. Die Wirkungsanalyse von Interventionen bedarf daher einer Fundierung durch den Nachweis theoretisch plausibler Wirkungskanäle zur Beeinflussung von Wechselkursen. Um zu realitätsnahen Aussagen über die Wechselkurswirkungen der seit 1985 erfolgten DM/Dollar-Interventionen zu kommen, sind diese theoretischen Wirkungsmöglichkeiten auf ihre empirische Relevanz für den DM/Dollar-Devisenmarkt zu prüfen.

Das Sterilisationsproblem

Bei der Wirkungsanalyse ist ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal verschiedener Formen von Devisenmarktinterventionen der mit ihnen verbundene Liquiditätseffekt. Da die Währungsbehörden ihre interventionsbedingten Devisengeschäfte grundsätzlich über Geschäftsbanken abwickeln, wird diesen im Umfang der Interventionen Zentralbankgeld zugeführt oder entzogen. Es kommt zu einer Veränderung der in- und ausländischen monetären Basis in Höhe des Interventionsbetrages. Gemäß dem Multiplikatoreffekt der Geldschöpfung führt der interventionsbedingte Geldbasiseffekt zu ana-

log stärkeren Geldmengeneffekten bei den weiter definierten Geldmengenaggregaten. Unter Sterilisation wird die Kompensation dieser interventionsbedingten Liquiditätseffekte verstanden. Auf der Ebene der Geldbasis können die Liquiditätswirkungen direkt durch entgegengerichtete Offenmarktgeschäfte der Notenbanken kompensiert werden. Auf der Liquiditätsebene der weiter definierten Geldmengenaggregate werden Interventionen dann als sterilisiert angesehen, wenn die entsprechenden Geldmengenziele der intervenierenden Notenbank eingehalten werden¹⁸. Diese Geldmengenregel ist jedoch nur ein sehr grober Maßstab für den Sterilisationsgrad von Interventionen, da Überschreitungen der Geldmengenziele auch andere als interventionsbedingte Ursachen haben können.

Die amerikanischen DM-Interventionen werden in ihren Geldbasiseffekten von der amerikanischen Notenbank „routinemäßig“ vollständig sterilisiert¹⁹. Die technische Koordination der Interventionen und der zu ihrer Sterilisation erforderlichen offenmarktpolitischen Kompensationsmaßnahmen erfolgt am „trading desk“ der Federal Reserve Bank New York, der sowohl für die Durchführung der Interventionen als auch für die Umsetzung der Offenmarktpolitik zuständig ist.

Für die Bundesbank spielt das Sterilisationsproblem auf der Geldbasisebene eine zunächst nur untergeordnete Rolle. Sie geht davon aus, daß auch bei geldpolitisch vollständig kompensierten monetären Basiseffekten Interventionen andere monetäre Aggregate als die Basis beeinflussen können, sofern die Devisenbewegungen den Nichtbankensektor berühren. Für die Dollarinterventionen kann jedoch von einem grundsätzlichen Bemühen der Bundesbank ausgegangen werden, die resultierenden Geldbasiseffekte zumindest soweit zu sterilisieren, wie es zur Einhaltung ihres Geldmengenziels geboten erscheint. In den Jahren nach 1985 scheint dies jedoch nach den eigenen Auskünften der Bundesbank nicht immer gelungen zu sein²⁰. Vor allem die Überschreitung des Geldmengenziels im Jahr 1987 kann auf die Liquiditätswirkungen ihrer Devisenmarktinterventionen zurückgeführt werden, an denen die Dollarinterventionen einen erheblichen Anteil hatten.

¹⁸ Vgl. H. Schlesinger: Stellungnahme zum Thema Sterilisation, in: W. Ehrlicher, R. Richter (Hrsg.): Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Nr. 139, Berlin 1984, S. 81f.

¹⁹ Vgl. A. Balbach: The Mechanics of Intervention in Exchange Markets, Federal Reserve Bank of St. Louis, Monthly Review, Vol. 60/2, Febr. 1978; sowie Federal Reserve System: Purposes and Functions, Washington 1985, S. 77 ff. In den Studien der amerikanischen Notenbank werden Devisenmarktinterventionen per Definition mit sterilisierten Interventionen gleichgesetzt; vgl. dazu D. Adams, D. Henderson: Definition and Measurement of Exchange Market Intervention, Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Study No. 126, Washington 1983, S. 1.

Die Wechselkurswirksamkeit nicht sterilisierter Interventionen ist im Gegensatz zu den Wirkungsmöglichkeiten sterilisierter Interventionen weitgehend unbestritten. Dabei wird für nicht sterilisierte Interventionen von einem liquiditätsbedingten Mengeneffekt sowie einem daraus resultierenden Zinseffekt ausgegangen.

Mengen- und Zinseffekte

Grundlage des Mengeneffektes ist die Kaufkraftparitätentheorie, nach der sich der Wechselkurs aus dem Verhältnis des in- und ausländischen Preisniveaus ergibt²¹. Da die Kaufkraftparitätentheorie die Wechselkursentwicklung durch die Inflationsdifferenzen der verschiedenen Währungen erklärt, jedoch über Wesen und Ursache der inflationären Störungen, die zu den Wechselkursänderungen führen, keine Aussagen macht, wird diese um einen quantitätstheoretischen Erklärungsansatz der Inflationsentwicklung ergänzt. Das Geldangebot wird dabei als die entscheidende Determinante des Preisniveaus angesehen. Der Wechselkurs zweier Länder ergibt sich dann als relativer Preis ihrer Währungsbestände und wird durch die relative Geldmengenentwicklung determiniert²². Nicht sterilisierte Fremdwährungskäufe führen somit über die Ausweitung des Geldangebots zur Erhöhung des inländischen Preisniveaus und verursachen eine Abwertung der eigenen Währung²³.

Neben diesem Mengeneffekt werden aus den Liquiditätswirkungen nicht sterilisierter Interventionen auch Zinseffekte hergeleitet. Dabei wird von der Zinsparitätentheorie ausgegangen, nach der sich die Wechselkurse vor allem aus den entsprechenden Zinsdifferenzen zwischen in- und ausländischen Finanzaktiva ergeben²⁴. Unterstellt man ebenfalls eine quantitätstheoretische Erklärung des Zinsniveaus, ergeben sich aus den Liquiditätswirkungen der Interventionen Zinseffekte, die zum Mengeneffekt gleichgerichtete Wechselkurseffekte bewirken. Die Wirksamkeit von Mengen- und Zinseffekten ist jedoch für die Dollarinterventionen seit 1985 aus folgenden Gründen unwahrscheinlich:

Der überwiegende Teil der Interventionen wurde sterilisiert.

Die Kaufkraftparitätentheorie ist zumindest kurzfristig nicht in der Lage, die Entwicklung des DM/Dollar-Kurses zu erklären²⁵. Der Wirkungskanal des Mengeneffektes ist damit versperrt.

Die Zinsparitätentheorie hat zwar zumindest zeitweise einen besseren Erklärungswert für die Dollar Kursentwicklung²⁶. Interventionsbedingte Zinseffekte beruhen jedoch auf der Wirksamkeit des Mengeneffektes. Zinspolitische Maßnahmen der Notenbanken sind der direktere und verlässlichere Weg. Insofern ist die enge internationale Abstimmung der Zinspolitik seit 1985 ein geeigneterer Weg, Zinseffekte zu bewirken, als diese über die Liquiditätswirkungen nicht sterilisierter Interventionen zu erreichen.

Die Wirksamkeit sterilisierter Interventionen wird aus der Annahme einer unvollständigen Substituierbarkeit vergleichbarer Finanzaktiva unterschiedlicher Währungsdenomination abgeleitet²⁷. Sind solche Finanzaktiva in verschiedenen Währungen keine perfekten Substitute, verursachen Notenbankinterventionen unabhängig von ihrem Sterilisierungsgrad über eine Veränderung der währungsmäßigen Zusammensetzung des privaten Weltportfolios Störungen einer vorher gleichgewichtigen Währungsstruktur. Dadurch werden bei den privaten Anlegern entsprechende Portfolioumschichtungen zur Wiederherstellung einer als optimal angesehenen Währungsstruktur ausgelöst. Der mit diesen Portfolioumschichtungen verbundene Währungstausch der Privaten bewirkt dann die beabsichtigten Wechselkurseffekte²⁸.

Risikoprämieneffekte

Die Annahme einer unvollständigen Substitutionsbeziehung vergleichbarer Finanzaktiva unterschiedlicher Währungsdenomination ist gleichbedeutend mit der Existenz von Risikoprämien im portfoliotheoretischen Ansatz der Wechselkursstheorie. Dieser Ansatz beruht zwar auf der Gültigkeit der Zinsparitätentheorie, hebt jedoch ihre grundlegende Annahme, daß in- und ausländische Aktiva perfekte Substitute sind, auf. In der Portfoliotheorie bestimmen nicht nur Zinsdifferenzen und erwartete

²⁰ Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1987, S. 37 f.

²¹ Vgl. K. Rose: Theorie der Außenwirtschaft, München 1984, S. 94; sowie für einen Überblick E. Baltensperger, P. Böhm: Stand und Entwicklungstendenzen der Wechselkursstheorie, in: Außenwirtschaft, Heft II/III 1982, S. 109-157.

²² Vgl. J. Bilson: Recent Developments in Monetary Models of Exchange Rate Determination, IMF Staff Papers, 26/1979, S. 208.

²³ Vgl. L. Bopp: Wechselkursmanagement der Zentralbanken, Freiburg 1982, S. 48 f.

²⁴ Vgl. P. Bofinger: Wechselkursstheorien und Wirtschaftspolitik, in: Kredit und Kapital, 2/1986, S. 184-212.

²⁵ Vgl. dazu die Untersuchungen zu den Bestimmungsfaktoren des DM/Dollar-Kurses bei W. Czanne: Wechselkursstheorien und Devisenmarktentwicklung, in: C. Köhler, W. Filc (Hrsg.): Stabilisierung des Währungssystems, Berlin 1985, S. 17-41; sowie J. Scheide: Anstieg und Fall des Dollarkurses – Folgen der amerikanischen Geldpolitik?, Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 131, Kiel 1987.

²⁶ Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1986, S. 65; sowie A. Herrmann: Kursschwankungen im Regime flexibler Wechselkurse, in: Ifo-Schnelldienst, 32/1984, S. 11-28.

²⁷ Vgl. P. Jürgensen: Bericht der Arbeitsgruppe über Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken, in: W. Ehrlicher, R. Richter, aa.O., S. 72 f.

²⁸ Vgl. W. Filc: Devisenmarktinterventionen zur Beeinflussung des Dollarkurses, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 65. Jg. (1985), H. 12, S. 634.

Wechselkursänderungen über die Währungszusammensetzung des jeweiligen Bestandsgleichgewichtes an den internationalen Finanzmärkten, sondern auch Risikoüberlegungen²⁹. Ob ein privater Anleger bereit ist, die Währungsstruktur seines Portfolios zu ändern, hängt dann neben den Ertragsgesichtspunkten, die sich aus Zinsdifferenzen und Wechselkuserwartungen ergeben, auch entscheidend von Risikoerwägungen ab. Anleger verlangen zur Umschichtung ihrer Portfolios Risikoprämien in Höhe ihrer subjektiven Einschätzung des mit der Währungsumschichtung verbundenen Wechselkursänderungsrisikos³⁰.

Ob allerdings sterilisierte Interventionen geeignet sind, über die Beeinflussung dieser Risikoprämien Wechselkurseffekte auszulösen, hängt ausschließlich von den Bestimmungsfaktoren der Risikoprämie ab. Nur wenn diese ermittelbar und durch Interventionen systematisch beeinflussbar sind, können von sterilisierten Interventionen entsprechende Risikoprämieneffekte auf die Wechselkursentwicklung erwartet werden. Der Nachweis unvollständiger Substitutionsbeziehungen und damit der Existenz von Risikoprämien reicht dazu nicht aus³¹.

Der portfoliotheoretische Ansatz der Wechselkurs-
theorie gibt jedoch keinerlei Auskünfte über die Bestimmungsfaktoren der Risikoprämien. Als Bestandteil der Wechselkurstheorie erfüllt die Risikoprämie lediglich die Funktion einer residualen Variable zur Erklärung von Wechselkursänderungen, die durch die Zinsparität nicht erfaßt werden. Die Risikoprämie ist damit kein autonomer Erklärungsfaktor der Wechselkursentwicklung, sondern lediglich eine unbestimmte Restgröße. Zur Beantwortung der Frage, ob Interventionen über die Beeinflussung der Risikoprämie Wechselkurseffekte haben können, ist die Portfoliotheorie somit unbrauchbar.

Sterilisierte Interventionen wären dann wechselkurswirksam, wenn als Bestimmungsfaktor der Risikoprämie die jeweilige Währungsstruktur des privaten Portfolios nachgewiesen werden könnte. Versuche, die Risiko-

prämie in spezifizierten Portfoliomodellen als Funktion der relativen Aktivabestände der verschiedenen Währungen zu definieren, sind jedoch ergebnislos geblieben³². In dieser Form spezifizierte Wechselkursmodelle sind nicht in der Lage, die Entwicklung des DM/Dollar-Kurses hinreichend zu erklären. Existenz und Bestimmungsfaktoren der Risikoprämie bleiben somit im dunkeln. Damit ist ein Risikoprämieneffekt sterilisierter Interventionen aus dem bisherigen Erkenntnisstand nicht nachweisbar³³.

Signal- und Anstoßeffekte

Ein weiterer möglicher Wirkungskanal für Devisenmarktinterventionen sind die Wechselkuserwartungen. Der Wechselkurs ist ein durch Informationen bestimmter Marktpreis. Auch die Wechselkuserwartungen bilden sich auf der Grundlage solcher Informationen, die am Devisenmarkt in zufälliger und unsystematischer Form auftreten. Nach Filc gibt es nichts, was nicht geeignet wäre, Wechselkursänderungserwartungen auszulösen³⁴. Daher ist es nicht möglich, eine Interventionsstrategie zu formulieren, durch die Wechselkuserwartungen zuverlässig geformt werden können. Interventionen können durch ihren Signalcharakter jedoch dazu beitragen, Erwartungsstörungen am Devisenmarkt zu beheben. Solche Erwartungsstörungen liegen z.B. in Situationen vor, in denen Erwartungen zu einseitigen, sich selbst verstärkenden Wechselkursspekulationen führen (Mitläufereffekte)³⁵. Der Signaleffekt von Interventionen besteht dann darin, daß den Marktteilnehmern das kurzfristige Wechselkursrisiko zurückvermittelt wird. Solche Interventionen können geeignet sein, unabhängig von ihrem Sterilisationsgrad einen Beitrag zur Wiederherstellung geordneter Marktbedingungen zu leisten. Dieser Wirkungsmechanismus steht jedoch nur für bestimmte Situationen eindeutig identifizierbarer Erwartungsstörungen zur Verfügung und ist in seinem Ausmaß nicht systematisch prognostizierbar.

Anstoßeffekte für die Wechselkursentwicklung können sich durch Interventionen dann ergeben, wenn sich am Devisenmarkt ein Kursniveau herausgebildet hat, das offensichtlich mit den zugrunde liegenden ökonomischen Fundamentalfaktoren nicht mehr vereinbar ist. In solchen Situationen liegen spekulative oder erwartungsbedingte Verzögerungen der entsprechenden

²⁹ Vgl. W. Filc: Bestandsorientierte Wechselkurstheorie und Wirtschaftspolitik, in: Kredit und Kapital, 1/1987, S. 53.

³⁰ Vgl. D. Longworth, P. Boothe, K. Clinton: A Study in the Efficiency of Foreign Exchange Markets, Bank of Canada, Juli 1983, S. 87.

³¹ Zur umstrittenen Frage der Existenz von Risikoprämien vgl. D. Longworth u.a., a.a.O., S. 4; sowie A. Gutowski: Die Rolle staatlicher Interventionen an den Devisenmärkten bei flexiblen Wechselkursen, in: Jahrbuch für Sozialwissenschaft, 1988, S. 205.

³² Vgl. D. Danker, R. Haas, D. Henderson: Small Empirical Models of Exchange Market Intervention, Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Study No. 135, Washington 1985; sowie P. Hooper, J. Morton: Fluctuations in the Dollar: A Model of Nominal and Real Exchange Rate Determination, in: Journal of International Money and Finance, Vol. 1, 1982, S. 39-56.

³³ Vgl. dazu die Ergebnisse der Interventionssimulationen innerhalb eines spezifizierten Portfoliomodells bei M. Obstfeld: Exchange Rates, Inflation and Sterilisation Problem: Germany 1975-1981, in: European Economic Review, Vol. 21, 1983, S. 161-189.

³⁴ Vgl. W. Filc: Kurz- und langfristige Wirkungen einer wechselkursorientierten Geldpolitik, in: C. Köhler, W. Filc, a.a.O., S. 49.

³⁵ Vgl. R. Dornbusch: Flexible Exchange Rates and Interdependence, IMF Staff Papers, Vol. 30, 1985, S. 19.

Wechselkursanpassungen vor, die dann durch Interventionen der Notenbanken verkürzt werden können. Analog zu den Signaleffekten können Interventionen den Marktteilnehmern das im aktuellen Kursniveau liegende Wechselkursänderungsrisiko zurückvermitteln. Die Interventionen sind hier jedoch mehr der auslösende als der verursachende Faktor der Wechselkursänderungen. Eine solche Situation lag offensichtlich im September 1985 vor, als kurzzeitig massive Interventionen eine dauerhafte Umkehr der Dollarkursentwicklung auslösen konnten.

Informationseffekte

Eine systematische Beeinflussung des Wechselkurses ist informationstheoretisch nur dann erreichbar, wenn die Interventionen einer intertemporalen Systematik unterliegen, die den Marktteilnehmern bekannt ist. Nur wenn aufgrund einer solchen Systematik die gegenwärtigen Interventionen Informationen über die zukünftigen Interventionen enthalten, sind vom Markt systematisch antizipierbare Informationseffekte denkbar³⁶. Eine solche Interventionsstrategie läuft auf eine Regelbindung der Währungsbehörden hinaus, die im Idealfall ihre Interventionen nach einer öffentlich bekannten Reaktionsfunktion durchführt³⁷. Sie wäre nur glaubwürdig, wenn zu ihrer Umsetzung Währungsreserven in unbegrenzter Höhe verfügbar wären.

Die seit 1985 erfolgten Interventionen unterliegen weder einer Regelbindung, noch werden sie in jedem Fall für alle Marktteilnehmer sichtbar durchgeführt. Die Spekulationen über den Inhalt der unveröffentlichten Interventionsvereinbarungen und die jeweilig geltenden, von den Währungsbehörden zu verteidigenden Untergrenzen beim Dollarkurs führten eher zu vermehrter Unsicherheit an den Devisenmärkten. Systematisch prognostizierbare Informationseffekte sind jedoch durch ein solches Interventionsverhalten nicht erreichbar gewesen.

Die theoretisch abgeleiteten Wechselkurseffekte scheinen für die konzertierten Dollarinterventionen seit 1985 nur geringe Bedeutung zu haben.

Mengeneffekte konnten wegen der weitgehenden Sterilisation sowie dem fehlenden Erklärungswert der zugrunde liegenden Kaufkraftparitätentheorie nicht wirksam werden.

Zinseffekte sind ebenfalls nur durch nicht sterilisierte Interventionen zu erzielen. Direkte zinspolitische Maßnahmen der Notenbanken sind zur Nutzung dieses Wirkungskanals besser geeignet als Interventionen.

Risikoprämieneffekte sind nicht nachweisbar, weil die Determinanten der Risikoprämien nicht bekannt

sind und somit keine Wirkungskanäle zur Beeinflussung der Risikoprämien durch Interventionen aufgezeigt werden können.

Informationseffekte sind wegen der Praxis fallweiser und zum Teil versteckter Interventionen zumindest in systematischer Weise nicht erreichbar.

Signal- und Anstoßeffekte sind die einzigen auch theoretisch plausibel nachvollziehbaren Wechselkurswirkungen der Dollarinterventionen. Das bedeutet, daß mit ihnen lediglich kurzfristige situationsbedingte Wechselkurseffekte mit zwar auslösender, nicht jedoch verursachender Wirkung erzielt werden können.

Diese Ergebnisse scheinen durch die Erfahrungen mit den konzertierten Dollarinterventionen seit Ende 1985 bestätigt zu werden. Dem Erfolg der kurzzeitig massiven „Plaza-Interventionen“, durch die eine dauerhafte Trendumkehr der Dollarkursentwicklung ausgelöst werden konnte, stehen nur sehr bescheidene Erfolge der „Louvre-Interventionen“ gegenüber, durch die eine systematische Stabilisierung des Dollarkurses auf einem bestimmten Kursniveau erreicht werden sollte.

Konsequenzen

Die bei der Bundesbank seit einiger Zeit erkennbare „realistischere Einschätzung der Effizienz von Interventionen an den Devisenmärkten“³⁸ dürfte daher gerechtfertigt sein. Stellt man im Rahmen einer Kosten-Wirkungs-Analyse die geringen Wirkungsmöglichkeiten von Devisenmarktinterventionen den resultierenden binnenwirtschaftlichen Kosten gegenüber, wird diese Einschätzung bestätigt. Ökonometrische Simulationsrechnungen der Bundesbank beziffern die binnenwirtschaftlichen Kosten von unsterilisierten Interventionsmaßnahmen in Höhe von 20 Mrd. DM auf eine längerfristige irreversible Erhöhung des Preisniveaus um circa 1%³⁹. Ähnlich wie die interventionsbedingte Überschreitung des Geldmengenziels in den Jahren 1978/79 haben die Dollarinterventionen des Jahres 1987 zum Aufbau eines erheblichen Inflationspotentials geführt, dessen Abbau auch über inflationäre Preissteigerungen gerade erst begonnen hat. Dem stehen nur äußerst geringe Erfolge bei der Erreichung der angestrebten Wechselkursziele gegenüber.

³⁶ Vgl. W. Schäfer: Devisenmarktinterventionen im Flexkurssystem, in: Jahrbuch für Sozialwissenschaft, Bd. 39, Heft 3, 1988, S. 393.

³⁷ Vgl. W. Schäfer: Informationseffekte von Devisenmarktinterventionen, in: C. Köhler, R. Pohl (Hrsg.): Aspekte der Geldpolitik in offenen Volkswirtschaften, Berlin 1987, S. 69.

³⁸ Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1989, S. 3.

³⁹ Vgl. H. Schlesinger, W. Jahnke: Geldmenge, Preise und Sozialprodukt: Interdependenzzusammenhänge im Lichte ökonomischer Forschungsergebnisse für die Bundesrepublik Deutschland, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Jg. 1987.