

Fels, Joachim; Hüfner, Martin; Belke, Ansgar; Polleit, Thorsten; Mayer, Thomas

## Article

# Eurokurs: Sollte die EZB intervenieren?

ifo Schnelldienst

### Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

*Suggested Citation:* Fels, Joachim; Hüfner, Martin; Belke, Ansgar; Polleit, Thorsten; Mayer, Thomas (2005) : Eurokurs: Sollte die EZB intervenieren?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 58, Iss. 01, pp. 3-13

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/164132>

#### 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.*

Im Zuge der Aufwertung des Euro gegenüber wichtigen Handelswährungen, insbesondere dem US-Dollar, ist die Europäische Zentralbank vielfach aufgefordert worden zu intervenieren, um dem Aufstieg des Euro Einhalt zu gebieten und so den befürchteten Wachstums- und Beschäftigungsverlusten entgegenzuwirken. Sollte die EZB dieser Forderung nachkommen?

## Ein Plädoyer für Devisenmarkt-Interventionen

Der Dollar-Kurs hat sich seit Jahresbeginn etwas erholt. Aber das Risiko eines erneuten Schwächeanfalls ist weiterhin hoch. Mein Plädoyer lautet: Sollte sich Dollar erneut auf Talfahrt begeben, so hielt ich Devisenmarktinterventionen der EZB für sinnvoll und angemessen. Die Interventionen sollten offen (nicht heimlich) erfolgen, um ein Signal für die Märkte zu setzen. Die EZB sollte auch dann intervenieren, wenn die US-amerikanische Seite sich nicht beteiligen will. Die Auswirkungen auf die Geldmenge sollten in vollem Umfang sterilisiert werden. Die Leitzinsen sollten nicht gesenkt werden. Entgegen der vorherrschenden Meinung schätze ich die Erfolgchancen solcher Interventionen trotz erschwelter Umstände (unilateral, sterilisiert, ohne begleitenden geldpolitischen Richtungswechsel) recht hoch ein.

Eines ist klar: Die aus der Dollarschwäche resultierende Aufwertung des Euro behagt den Währungshütern im Eurotower nicht. EZB-Präsident Jean-Claude Trichet hat sie bereits als »brutal« und »unwillkommen« bezeichnet. Zu Recht: Die Konjunktur im Euroraum schwächtelt seit dem Sommer. Die Inlandsnachfrage dümpelt dahin. Der Exportboom neigt sich dem Ende zu, teils in Reaktion auf die starke Aufwertung des Euro Ende 2003 und Anfang 2004, teils in Reaktion auf die Abkühlung der Weltkonjunktur. Die Stärke des Euro beruht nicht auf einer Stärke der Wirtschaft im Euroraum. Wie sollte die EZB reagieren?

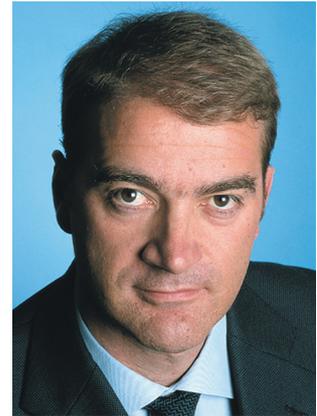
Die Puristen unter den Ökonomen sagen, man solle den Euro den Marktkräften überlassen. Schließlich wisse niemand, wo genau der angemessene Wechselkurs liegt, auch die EZB nicht. Und wenn der

Euro so stark wird, dass eine Rezession droht oder die Inflation unter das EZB-Ziel von knapp 2% rutscht, dann solle die EZB eben die Zinsen senken.

So einfach kann es sich die EZB allerdings nicht machen, aus zwei Gründen. Erstens zeigt die Erfahrung, dass Wechselkurse zum Überschießen neigen. Der Grund liegt nicht nur darin, dass – wie im Dornbusch-Modell dargestellt – die Finanzmarktpreise flexibler sind als die Güterpreise, sondern auch in dem ausgeprägten Herdenverhalten der Teilnehmer am Devisenmarkt, also der Dominanz der »Chartisten« gegenüber den »Fundamentalisten«.

Kaum jemand glaubt etwa, dass der Euro im Sommer 2000, als er nur noch wenig mehr als 80 US-Cent kostete, fair bewertet war. Jetzt droht das andere Extrem. Natürlich weiß niemand, wo genau der Gleichgewichtskurs des Euro liegt. Das ist aber auch nicht nötig. Die meisten ökonomischen Fundamentalmodelle berechnen jedenfalls einen »fairen Wert«, der deutlich unter dem aktuellen Kurs von 1,31 US-Dollar je Euro liegt. Extreme Über- und Unterbewertungen von Währungen, die längere Zeit anhalten, führen zu einer Fehlleitung von Kapital und Arbeit und verursachen so volkswirtschaftliche Kosten.

Zweitens hätte eine Zinssenkung, die manche anstelle von Devisenmarktinterventionen vorschlagen, unerwünschte Nebenwirkungen. Schon jetzt schwimmt der Euroraum in Überschussliquidität. Negative Realzinsen am Geldmarkt beschleunigen das Wachstum der Geldmenge und der Kredite. So expandieren etwa die Kredite für den Wohnungsbau mit einer Jahresrate von knapp 10%. Die überreichlich vorhan-



Joachim Fels\*

\* Joachim Fels ist Managing Director und Chefvolkswirt Europa bei Morgan Stanley in London.

dene Liquidität hat bereits zu einer Inflation bei vielen Anlagearten geführt: Wohnimmobilien in Spanien, Frankreich, Irland und Belgien, Staats- und Unternehmensanleihen und zuletzt auch wieder Aktien zeigen einen starken Preisauftrieb. Senkt die EZB die Zinsen, um den Höhenflug des Euro zu stoppen, so pumpt sie die Kursblasen in anderen Märkten weiter auf. Platzen diese Blasen, drohen Rezession und Deflation.

So paradox es klingt: Eine übermäßig expansive Geldpolitik, die einer Inflation der Vermögenspreise Vorschub leistet, kann zu deflationären Tendenzen führen, wenn die Kursblasen platzen. Das lehrt die Erfahrung Japans: Die lockere Geldpolitik der späten achtziger Jahre war vor allem darauf gerichtet, eine weitere Abwertung des US-Dollars zu verhindern. Der Preis war eine Inflationierung der Immobilienpreise und der Aktienkurse. Als diese Blasen Anfang der neunziger Jahren platzten und die Bank von Japan die Zinsen zu langsam senkte, ging zunächst das Bankensystem bankrott. Dann setzte die Deflation ein, die bis heute noch nicht überwunden ist.

Von Zinssenkungen in Reaktion auf die Dollar-Schwäche ist der EZB deshalb abzuraten. Vielleicht wäre es möglich, den Euro damit zu stabilisieren. Aber der Preis für eine Stabilisierung am Devisenmarkt wäre eine Destabilisierung des Finanzsystems an anderer Stelle. Deshalb liegt es nahe, ein anderes Instrument einzusetzen: Interventionen am Devisenmarkt. Setzt der Euro zu einem erneuten Höhenflug an, dann sollte die EZB Dollar ankaufen, um die amerikanischen Währung zu stützen.

Allerdings ist die Skepsis unter Marktteilnehmern und Ökonomen groß, was die Erfolgchancen solcher Interventionen angeht. So etwas könne nur funktionieren, wenn die Amerikaner mitmachen (was unwahrscheinlich ist) und wenn die EZB gleichzeitig die Zinsen senkt bzw. die Interventionen nicht sterilisiert (was zwangsläufig die Geldmarktzinsen drücken würde). Gar so schlecht, wie die Skeptiker meinen, sind die Erfolgchancen von Interventionen aber nicht, auch wenn die EZB auf sich allein gestellt wäre und die Interventionen voll sterilisiert, also nicht auf Geldmenge und Zinsen durchschlagen lässt. Warum?

Notenbanken können den Devisenmarkt heute leichter beeinflussen als früher. Denn anders als früher wird der Devisenmarkt mittlerweile von Akteuren dominiert, die sich hauptsächlich an Marktsignalen orientieren. Wenn die Notenbank den Wechselkurs mit gezielten Devisenkäufen oder -verkäufen in eine bestimmte Richtung drückt, dann springen solche Akteure auf und verstärken die Bewegung. Handelt die EZB geschickt, so kann sie mit gezielten Dollarkäufen – bildlich gesprochen – eine Lawine am Devisenmarkt in Bewegung bringen, die den Eurokurs drückt.

Gelingt ihr dies, so kann sie auf einen weiteren Selbstverstärkungseffekt hoffen, der auf dem bereits erwähnten Herdenverhalten vieler Devisenmarktteilnehmer beruht. Hat sich nämlich ein neuer Trend am Devisenmarkt erst einmal festgesetzt, dann werden auch die fundamentalen Daten von vielen Marktteilnehmern und Kommentatoren in neuem Licht betrachtet. So ist beispielsweise das amerikanische Leistungsbilanzdefizit, das oft als Grund für die Dollarschwäche angeführt wird, erst richtig in den Fokus der so genannten Experten geraten, nachdem sich der Dollar kräftig abgeschwächt hatte. Sollte es der EZB gelingen, eine Dollar-Aufwertung anzustoßen oder zu verstärken, dann würden am Markt bald wieder andere Fundamentaldaten in den Vordergrund rücken, die einen stärkeren Dollar rechtfertigen könnten.

Teilweise lässt sich dieser Prozess der Neuinterpretation bereits jetzt in einigen Marktkommentaren ablesen: So werden in jüngster Zeit vermehrt der große Wachstumsvorsprung der amerikanischen Wirtschaft sowie der wachsende Zinsabstand zugunsten amerikanischer Anlagen in den Vordergrund gerückt. Merke: Der Markt sucht sich immer die Fakten heraus, die den jüngsten Trend rechtfertigen. Dieses Verhaltensmuster kann sich die Notenbank zunutze machen, indem sie durch gezielte Interventionen versucht, einen neuen Trend zu etablieren oder einen sich abzeichnenden Trend zu verstärken.

Dass dies möglich ist, hat die EZB übrigens schon einmal bewiesen – unter umgekehrten Vorzeichen. Im November 2000 gelang es ihr, den damals schwächelnden Euro durch gezielte Dollarverkäufe innerhalb weniger Tage nachhaltig zu stützen, und zwar ohne Unterstützung der Amerikaner und ohne begleitende Zinserhöhung. Warum sollte ihr das diesmal nicht wieder gelingen? Die Voraussetzungen sind heute sogar besser als damals: Es ist immer einfacher die eigene Währung zu schwächen, als sie zu stärken.

Nochmals: Wichtig ist allerdings, dass die EZB die Interventionen nicht auf den Geldmarkt durchschlagen lässt. Denn sonst würde sie die Geldmenge weiter aufblähen und der Assetpreis-Inflation Vorschub leisten. Die Euro-Beträge, die sie durch ihre Dollarkäufe in den Markt geben würde, müssten dann spätestens beim nächsten wöchentlichen Refinanzierungsgeschäft mit den Banken wieder abgesaugt werden, indem die EZB entsprechend weniger Wertpapiere ankauft. Angesichts eines durchschnittlichen Zuteilungsbetrags dieser Geschäfte von etwa 250 Mrd. € pro Woche könnte die EZB theoretisch riesige Devisenmarktinterventionen mühelos sterilisieren.

Noch eine abschließende Bemerkung: Ich halte wenig von Vorschlägen, die auf eine dauerhafte Stabilisierung der Euro-Dollar Kurse abzielen, etwa in Form eines Festkurssystems

oder eines Zielzonenmodells. Der amerikanische und der europäische Währungsraum sind zu verschieden, um eine dann zwangsläufig gleichgerichtete Geldpolitik realistisch erscheinen zu lassen. Insofern ist dies kein Plädoyer gegen flexible Wechselkurse. Aber Wechselkurse neigen aus den angeführten Gründen zum Überschießen. Dieses Überschießen ist mit volkswirtschaftlichen Kosten verbunden. Deshalb sollte die EZB, wie auch schon im Jahre 2000 praktiziert, bei extremen Ausschlägen eingreifen. In einer Welt, in der fast alle anderen Notenbanken oder Regierungen ihre Währungen durch direkte oder indirekte (verbale) Eingriffe zu manipulieren versuchen, kann die EZB nicht tatenlos beiseite stehen.



Martin Hüfner\*

## Die Antwort: Ein klares Nein, jedenfalls nicht zurzeit

### I.

Devisenmarktinterventionen sind ein Mittel der Geld- und Währungspolitik, wie jedes andere auch. Ihr Einsatz hängt davon ab, welche Ziele man erreichen will und ob Interventionen als Mittel dazu geeignet sind oder nicht. Da Interventionen in der Praxis immer auch Liquiditäts- und Zinswirkungen haben, sollte man der Klarheit wegen die Diskussion von Anfang an auf so genannte sterilisierte Interventionen beschränken.

Die Frage der Interventionen ist heute also keine Glaubensfrage mehr. Früher gab es beinahe ideologisch fest gefügte Positionen, dass es entweder vollkommen feste oder vollkommen flexible Kurse geben sollte. Alles andere wurde als unsauber angesehen. Daher auch der Begriff »schmutziges Floaten« für Währungssysteme, in denen die Zentralbanken einen Wechselkurs durch Interventionen in die eine oder andere Richtung beeinflussen.

Heute gibt es nach der Statistik des Internationalen Währungsfonds über 80 Länder, die ein Währungssystem des »Managed Floating« oder des »Independent Floating« haben und sich dabei explizit auch zur Möglichkeit der Interventionen bekennen. Die tatsächliche Zahl der Länder, die dazu zu rechnen sind, ist vermutlich sogar noch größer. Dazu gehören nicht nur die kleineren Länder wie Schweden oder die Schweiz (oder gar Ghana und Guinea), sondern auch die Großen wie Japan, die USA oder Großbritannien. Interventionen sind heute unter Ökonomen durchaus hoffähig. Wenn ich es recht sehe, befürwortet derzeit die Mehrzahl der europäischen Ökonomen – wohl auch das

\* Dr. Martin Hüfner ist Chefvolkswirt der HypoVereinsbank, München.

ifo Institut – Interventionen zur Verhinderung einer zu starken Euro-Aufwertung.

Auch die Haltung der Europäischen Zentralbank zur Frage der Interventionen ist eher pragmatisch. Sie hat bereits auf den Devisenmärkten eingegriffen (im Jahre 2000, als der Euro in ihren Augen stark unterbewertet war). In der gegenwärtigen Diskussion über Interventionen hat sie sich weder positiv noch negativ geäußert.

## II.

Fangen wir bei der Diskussion der Interventionen also mit den Zielen an. Hier gibt es in der derzeitigen Diskussion einige Konfusion. Der Devisenmarkt und auch weite Teile der Öffentlichkeit sehen den Wechselkurs vor allem im Hinblick auf Wachstum und Beschäftigung. Je stärker sich der Euro aufwertet, umso schlechter für die konjunkturelle Aufwärtsbewegung. Tatsächlich ist der gegenwärtige Kurs (1,35 Dollar) ja in historischer Perspektive schon sehr hoch. Er entspricht einem Dollar/D-Mark-Kurs von 1,45). Das liegt deutlich unter der Marke, die ein vorsichtiger Kaufmann früher als normale Kalkulationsbasis ansah (1,60 DM). Er ist aber natürlich auch noch erheblich über dem bisherigen Tiefstkurs (1,35 DM). Interventionen bieten sich also als ein Instrument der Konjunkturpolitik an.

Nur leider sieht das aus der Sicht der Zentralbank, die die Interventionen letztlich durchführen muss, anders aus. Das Mandat der EZB ist nicht in erster Linie die Stabilisierung der Konjunktur, sondern die Wahrung der Preisstabilität. Aufwertungen helfen grundsätzlich der Stabilitätspolitik. Sie dämpfen die Importpreissteigerungen, was in Zeiten hoher Ölpreise besonders ins Gewicht fällt. Sie bremsen die konjunkturelle Dynamik und wirken auch auf diese Weise stabilitätsfördernd. Wo die Europäische Zentralbank nur aufpassen muss, ist, dass die Dämpfung des Preisauftriebs nicht zu weit geht und am Ende zu einer Deflation führt. Davon ist die EZB bei einer Zunahme der Preise gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex von über 2% in Europa noch weit entfernt. Insofern sind Interventionen aus Sicht der Notenbank viel weniger dringlich. Sie wären im derzeitigen Stadium aus geldpolitischer Sicht sogar kontraproduktiv, weil sie die Rückkehr der zu hohen Preissteigerung auf das angestrebte Niveau von 2% bremsen würden.

Aus heutiger Sicht könnte sich die Meinung der Zentralbank erst bei Kursen von über 1,45 bis 1,50 Dollar ändern, aber auch dann nur bei Zugrundelegung des stabilitätspolitischen Gesamtbildes. Es muss also wirklich eine Deflation drohen oder der Preisanstieg auch mittelfristig so gering werden, dass die Zentralbank ohne Gefährdung ihres Mandats auch wachstums- und beschäftigungspolitische Ziele in Betracht ziehen kann.

Angesichts der unterschiedlichen Sichtweisen der Interventionen durch Konjunktur- und Geldpolitik stellt sich die Frage, ob die Regierungen die EZB mit Interventionen auf den Devisenmärkten beauftragen könnten. Meiner Kenntnis nach geht dies nur in außergewöhnlichen Situationen. Die Zentralbank ist nach allgemeiner Ansicht für das tägliche Geschäft an den Devisenmärkten, also die Glättung von größeren Schwankungen, zuständig. Die Regierungen sind verantwortlich für das Währungssystem insgesamt und damit nur für systemische Fehlentwicklungen. In der bisherigen Praxis der Europäischen Währungsunion hat sich hier noch kein größerer Konflikt ergeben. In jedem Fall können die Regierungen derzeit nicht damit argumentieren, dass die derzeitige Entwicklung des Euro-Kurses ein systemisches Problem stellt.

Ich schließe mich in der Frage der Ziele der Argumentation der Zentralbank an, auch deshalb, weil die negativen Wirkungen des hohen Eurokurses auf die Konjunktur bei dem gegenwärtigen Kursniveau noch nicht so groß sind, dass die Zentralbank ihr Pulver jetzt schon verschießen sollte. Das kann sich bei steigendem Eurokurs jedoch ändern.

## III.

Es gibt freilich einen Fall, in dem die Zentralbank auch von ihren Zielen her selbst zur Intervention bereit ist. Man kann Interventionen ja unterscheiden in

- Eingriffe zur Verringerung der Volatilität der Wechselkurse, also zur Verhinderung von »disorderly market conditions«, und
- Eingriffe zur Beeinflussung des langfristigen Trends der Wechselkurse, derzeit also zur Verhinderung einer zu starken Aufwertung des Euro.

Es besteht weitgehend Einigkeit, dass disorderly market conditions unerwünscht sind. Darunter versteht man kurzfristige große Schwankungen der Wechselkurse ohne einen klaren, fundamental begründeten Trend. Solche Schwankungen können die Kosten der ex- und importierenden Wirtschaft erheblich erhöhen. Sie können aber auch gesamtwirtschaftlich negative Wirkungen entfalten, etwa wenn eine starke Abwertung die Preise im Inland in die Höhe treibt und es daraufhin in der Lohnpolitik zu negativen Zweitrundeffekten kommt.

In solchen Fällen ist unbestritten, dass eine Zentralbank auf den Devisenmärkten intervenieren soll. Die Chancen, dass sie dabei Erfolg hat, sind auch nicht schlecht. Zum einen weiß der Markt nicht recht, wo er hin will; die Händler werden umso unsicherer, je weiter sich die Kurse vom langfristigen Trend entfernen. Sie werden also nicht gegen die Zentralbank spekulieren wollen. Zum anderen müssten sich die

großen Zentralbanken der Welt in solchen Fällen relativ einfach über die Diagnose einigen können und dann an einem Strang ziehen. Es würde daher mit großer Wahrscheinlichkeit zu konzertierten Interventionen kommen. Kein Händler wird aber gegen die geballte Macht aller Zentralbanken Positionen halten. Dazu ist das Risiko, dass er auf dem falschen Fuß erwischt wird, zu groß.

Die derzeitige Entwicklung an den Devisenmärkten ist freilich in keiner Weise als »disorderly« zu bezeichnen. Das Jahr begann mit 1,26 Dollar; im Januar und Februar wurden Kurse von 1,29 Dollar erreicht. Im April und Mai fielen sie bis auf 1,17 Dollar. Dann schwankten sie lange Zeit zwischen 1,19 und 1,24 Dollar, bis sie zum Jahresende wieder bis auf knapp 1,35 Dollar stiegen. Die maximale Differenz zwischen Höchst- und Tiefstkurs lag damit – über das ganze Jahr berechnet – bei weniger als 15%. Das sind Differenzen, wie sie sogar noch mit dem Europäischen Währungssystem II vereinbar wären. Danach dürfen die Wechselkurse um  $\pm 15\%$  schwanken. Das ist sicher kein Casus für Interventionen.

Freilich waren die Kursbewegungen zeitweise hektisch und besonders schnell – so schnell, dass EZB-Präsident Trichet sie als »brutal« bezeichnete. Der Euro stieg von Mitte Oktober bis Anfang Dezember, also in zwei Monaten von 1,22 auf 1,35 Dollar; das sind über 10%. Wenn sich dies so fortsetzen würde, wären wir Anfang Februar bei 1,48 Dollar und Anfang April bei 1,64 Dollar. Eine solche Bewegung überfordert die Anpassungsfähigkeit jedes Systems. Die Zentralbank muss alles tun, um so schnelle Veränderungen zu verhindern.

Freilich gab es in dieser Zeit auch am Markt viele Händler, die die Bewegung für zu schnell hielten. Eine Reihe von Marktteilnehmern ging schon bei Kursen ab 1,29 Dollar »short« in Euro in der Erwartung, dass es eine so genannte »technische Reaktion« gäbe. Damit baute sich eine stabilisierende Spekulation auf, die ein Eingreifen der Zentralbank überflüssig machte. Es dauerte allerdings eine Weile, bis sich das am Markt durchsetzte und die Aufwertung bremste.

#### IV.

Wie sind nun Interventionen als Mittel der Währungspolitik zu beurteilen? Sie kommen aus meiner Sicht nur in Betracht, a) wenn sie Aussicht auf Erfolg haben, es muss also die Chance bestehen, den Trend zu brechen, und b) wenn die Kosten der Intervention nicht höher sind als ihr Nutzen.

Ob Interventionen Erfolg haben, hängt davon ab,

- dass zum einen die Kräfte, die die Aufwertung bewirken, nicht zu stark sind. Das war zum Beispiel im Herbst

2000 der Fall, als der Euro bei 0,82 Dollar notierte und der Markt nicht mehr recht wusste, wohin die Reise geht. Damals konnte die EZB den Markt mit relativ geringen Beträgen »drehen«. Derzeit stellt sich die Lage aber ganz anders dar. Der Aufwertungs-trend ist so stark, dass nicht einmal die stabilisierende Spekulation ihn aufhalten kann. Natürlich würden die Märkte »zittern«, wenn über den Ticker die Meldung läuft, dass die EZB interveniert. Erfahrungsgemäß kehren die Märkte jedoch sehr schnell zu einer nüchternen Betrachtung zurück und überlegen, ob die Intervention wirklich durchgehalten und damit erfolgreich sein kann. Derzeit glauben wenige, dass eine Intervention wirklich Erfolg haben könnte;

- zum anderen dass die Notenbank bereit ist, mit großen Beträgen zu intervenieren. Die Bank von Japan hat beispielsweise in den letzten zwei Jahren Dollar im Wert von rund 320 Mrd. gekauft. Allein im Januar 2003 ging sie mit einer Summe von 70 Mrd. Dollar in den Markt. Es ist der Bank von Japan damit gelungen, eine Aufwertung des Yen über 105 Yen pro Dollar zu verhindern. Im Frühjahr stellten die Japaner die Interventionen ein und inzwischen hat sich der Yen dann doch weiter aufgewertet. Ich vermute, dass die Europäische Zentralbank nicht bereit wäre, solche Summen für Interventionen auszugeben.
- Wenn die EZB das aber nicht will, müsste sie konzertiert zusammen mit anderen Notenbanken intervenieren. Dann wäre nicht nur die quantitative Wirkung der Interventionen größer; es käme auch noch der psychologische Effekt dazu, dass nicht nur eine Zentralbank dahinter steht. Die Japaner haben Ende vorigen Jahres zeitweise das Gerücht gestreut, sie würden gemeinsam mit der EZB auf den Devisenmärkten intervenieren. Das hat den Markt freilich nicht sehr beeindruckt. Ich vermute, dass selbst eine konzertierte Intervention von Japanern, Briten und Schweizern zusammen mit der EZB keine größere Wirkung hätte. Nach wie vor ist die amerikanische Fed die wichtigste Notenbank der Welt. Wenn diese den Märkten signalisiert, dass sie einen schwächeren Dollar für richtig hält, sind konzertierte Aktionen der anderen Zentralbanken weitgehend umsonst. Wie wichtig die Kooperation der Vereinigten Staaten ist, zeigte sich im Jahr 2000, als die Amerikaner mit ihren öffentlichen Äußerungen voll hinter den Interventionen der EZB standen, sich tatsächlich aber kaum selbst an den Dollarkäufen beteiligten (so jedenfalls der Eindruck der Märkte damals).
- Schließlich kommt es für den Erfolg der Interventionen der Notenbank darauf an, dass sie Rückenwind von den fundamentalen Faktoren haben. Wenn der Markt der Meinung ist, dass er – gemessen an den fundamentalen Faktoren – richtig liegt und die Notenbanken sich zu »unrecht« dagegen stellen, werden die Märkte in jedem Fall versuchen, den Widerstand der Notenbank zu brechen. Das erinnert dann an Beispiele des Fixkurs-Systems, als die Notenbanken unrealistisch gewordene Wechselkur-

se verteidigen mussten und es die Märkte als »sichere Wette« ansahen, sich gegen die Notenbanken zu stellen. Derzeit deuten die fundamentalen Faktoren aber eindeutig in Richtung auf einen schwächeren Dollar: das hohe Leistungsbilanzdefizit der Amerikaner, die öffentlichen Äußerungen aus der amerikanischen Administration und der Notenbank und die Bemühungen der nicht-amerikanischen Notenbanken, ihre Währungsreserven aus Risikoerwägungen stärker zwischen Dollar und Euro zu diversifizieren. Wer auf eine Aufwertung des Euro spekuliert, muss sich also auf der richtigen Seite fühlen.

Insgesamt gesehen erscheint es aus diesen Gründen fraglich, ob Interventionen den Aufwärtstrend des Euro wirklich bremsen oder gar verhindern könnten. Es ist aber das Schlimmste für die Glaubwürdigkeit einer Notenbank, wenn sie einen Markttrend zu verhindern sucht und dies am Ende nicht schafft.

Unter den Kosten einer Intervention, die dem Nutzen von Dollarkäufen zur Verhinderung oder Verlangsamung der Euro-Aufwertung entgegenstehen, verstehe ich hier in erster Linie die Ausweitung der Geldmenge. Sie fällt vor allem deshalb ins Gewicht, weil die Liquiditätsausstattung der europäischen Wirtschaft bereits jetzt sehr hoch ist. Wenn die EZB hier noch interveniert, kann sie auch gleich die Zinsen senken, was sie unter den gegenwärtigen Bedingungen sicher nicht will. In Japan spielte das Geldmengenargument keine größere Rolle, weil sich Japan nach wie vor in einer Deflation befindet und daher an den inflationären Wirkungen der hohen Geldmenge interessiert ist.

Das gilt freilich nur für »nicht sterilisierte« Interventionen. Was passiert, wenn die Zentralbank die Zuführung von Liquidität über ihre regelmäßigen Refinanzierungsgeschäfte entsprechend verringert? Immerhin handelt es sich bei den wöchentlichen Refinanzierungsgeschäften um einen Betrag von knapp 300 Mrd. Euro. Das gibt der EZB also einen erheblichen Spielraum, mehr als sie sicherlich je in Betracht ziehen würde. Früher glaubte man, dass die Sterilisierung der Interventionen ihre Wirkung auf den Devisenmärkten beeinträchtigt, weil dann die Zinseffekte zur Interstützung der Dollarkäufe wegfallen. Die neuere Forschung hat jedoch überzeugende empirische Argumente gefunden, dass auch sterilisierte Interventionen wirksam sind. Am Markt schaut man ohnehin nicht so sehr darauf, ob eine Intervention sterilisiert wird oder nicht.

Das Geldmengenargument gegen Interventionen ist also nicht so stark, wie vielfach behauptet wird. Gleichwohl bleibt ein ungutes Gefühl. Zum einen gelingt die Sterilisierung erfahrungsgemäß immer nur teilweise, weil die Zentralbank die Nachfrage des Marktes nach Geld ja erfüllen muss. Die negativen Wirkungen auf die Geldmenge werden umso größer, je stärker die Interventionen sind. Es könnte sein, dass

die Märkte testen wollen, wie weit die EZB im Falle von Interventionen denn wirklich gehen wird und ob nicht irgendwann doch die Schmerzgrenze der EZB erreicht sein könnte. Zum anderen fragt sich, ob auf Dauer nicht doch die Preis-erwartungen zunehmen könnten und es am Schluss mehr Inflation geben könnte. Dies insbesondere auch deshalb, weil die Notenbank durch die Interventionen die positiven direkten Preiseffekte über die Importpreise unterbindet oder abschwächt. Hinzu kommt, dass auf den Märkten jetzt schon die negativen Wirkungen der hohen Liquidität spürbar sind in Form von hohen Asset-Preisen insbesondere auf den europäischen Renten- und auf einigen nationalen Immobilienmärkten.

## V.

Das Fazit: Bei den gegenwärtigen Kursen erscheint eine Intervention der EZB unter Abwägung aller Faktoren nicht als sinnvoll. Entscheidend ist vor allem, dass sie unter den derzeitigen Bedingungen von den Zielen nicht dringlich ist, von den Mitteln kaum erfolgreich sein kann und dass die Kosten in Form einer Ausweitung der Geldmenge in meinen Augen auch bei einer Sterilisierung zu hoch sind. Freilich nehmen die Argumente gegen Dollarkäufe mit steigendem Eurokurs ab. Es könnte daher irgendwann der Zeitpunkt kommen, an dem Interventionen sinnvoll werden. Das könnte der Fall sein, wenn die Entwicklung zu schnell verläuft (und dann auch den Amerikanern zu schnell wird) oder wenn Kurse von über 1,50 Dollar erreicht sind, die das Preis- und das Konjunkturbild dann doch anders aussehen lassen. Die Analyse zeigt jedoch, dass auch dann eine sorgfältige Abwägung aller Punkte notwendig ist, so dass eine einfache Faustformel nicht möglich ist.

## Literatur

- Calvo, G.A. und C.M. Reinhart (2002), »Fear of Floating«, *Quarterly Journal of Economics* CXVII(2), 379–408.  
 Hübner, F. (2004), *Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument*, Physica, Springer, Heidelberg, New York.



Ansgar Belke und Thorsten Polleit\*

## Gegen Devisenmarktinterventionen

»Die ganze Vorstellung, dass der Zinssatz als ein Instrument der Politik zu gebrauchen sei, ist völlig verfehlt, da nur der Wettbewerb auf einem freien Markt all den Umständen Rechnung tragen kann, die bei der Bestimmung des Zinssatzes berücksichtigt werden sollten.«

Friedrich August von Hayek, Entnationalisierung des Geldes, 1977, S. 98.

Im Zuge der Aufwertung des Euro gegenüber wichtigen Handelswährungen, insbesondere dem US-Dollar, ist die Europäische Zentralbank (EZB) vielfach aufgefordert worden, im Devisenmarkt zu intervenieren, um dem Aufstieg der Einheitswährung Einhalt zu gebieten; befürchteten wechsellkursinduzierten Wachstums- und Beschäftigungsverlusten soll so entgegengetreten werden.<sup>1</sup> Bislang hat die EZB diesen Rufen widerstanden – wenngleich sie auch ihrem Missfallen über die jüngsten Wechselkursbewegungen deutlich Ausdruck verliehen hat.<sup>2</sup> Die EZB wäre aber aus einer Reihe von (polit-)ökonomischen Gründen gut beraten, Forderungen nach Devisenmarktinterventionen auch künftig nicht nachzukommen.

Am Anfang der Diskussion um die Frage, ob die Zentralbank in das freie Marktspiel ein-

\* Prof. Dr. Ansgar Belke ist Inhaber des Lehrstuhls für Außenwirtschaft an der Universität Hohenheim.

Dr. Thorsten Polleit ist Chefökonom Deutschland von Barclays Capital und Honorarprofessor an der Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt.

<sup>1</sup> Nach seiner Einführung am 4. Januar 1999 fiel der Euro gegenüber dem US-Dollar von knapp 1,18 auf 0,82 bis zum Oktober 2000, danach stieg er bis auf 1,36 im Dezember 2004.

<sup>2</sup> Anfang November 2004 – der Euro handelte bei knapp 1,30 gegenüber dem Greenback – nannte EZB Präsident Jean-Claude Trichet die Euro-Aufwertung wieder »brutal« (ein Adjektiv, das im französischen Sprachgebrauch wohl weniger negativ belegt ist als im englischen und deutschen Sprachgebrauch).

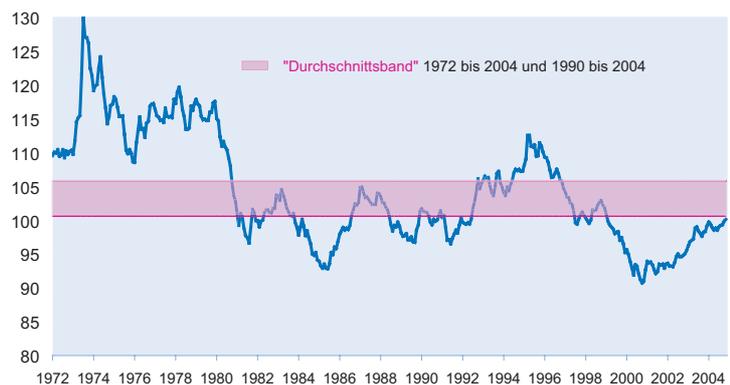
greifen soll, muss die Beantwortung der Frage stehen: Ist der Euro »überbewertet«? Dazu ist es nötig, sich Aufschluss über den realen Wechselkurs zu verschaffen, denn er ist das Maß für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft im Außenhandel. Abbildung 1 zeigt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft für die Zeit von 1972 bis Ende 2004. Selbst nach der jüngsten Aufwertung des Euro ist die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft immer noch etwas besser als im langfristigen Durchschnitt.<sup>3</sup> Abbildung 2 zeigt das gleiche Maß für die Verhältnisse im Euroraum für die Periode von 1978 bis Ende 2004. Wie zu erkennen ist, hat die jüngste Euro-Aufwertung den realen Wechselkurs nur um etwa 3% über den langfristig zu beobachtbaren Durchschnitt gehoben. Sowohl für Deutschland als auch für den Euroraum gibt es bislang also keine Indikation, die eine »irrationale Übertreibung« – und damit einen Bedarf für Staatsinterventionen – diagnostizieren würde.

Theoretische Wechselkursmodelle sind jedoch mit großer Vorsicht zu interpretieren, wenn es gilt, wirtschaftspolitische Folgerungen abzuleiten. Sie beruhen auf bestimmten Prämissen, und die zugrunde liegenden wertbestimmenden Faktoren entziehen sich meist der direkten empirischen Überprüfbarkeit. So basiert z.B. die Kaufkraftparitätentheorie der Wechselkurse auf der Annahme, dass die betrachteten Gütergruppen der Länder homogen sind, eine Annahme, die in einer globalen, arbeitsteiligen Wirtschaft zunehmend unangebracht erscheint. Zudem liegt es nahe, dass es nicht aktuelle Daten sind, die die Wechselkurse bestimmen, sondern Erwartungen über künftige Entwicklungen – etwa die Erwartung über die relative Rendite, die mit Investitionen in

<sup>3</sup> Gerade für Deutschland gilt, dass in den letzten Jahren gesunkene Exportvolumina in Regionen außerhalb durch gestiegene Volumina innerhalb des Euroraums kompensiert wurden und die Wechselkursabhängigkeit damit tendenziell abgenommen hat.

Abb. 1

### Preisliche Wettbewerbsfähigkeit<sup>a)</sup> der deutschen Wirtschaft



Ein Steigen (Fallen) der Zeitreihe signalisiert ein Aufwerten (Abwerten) des Euroraum-Wechselkurses.

a) vis-a-vis 19 Industrieländern, auf Basis der Konsumentenpreise.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Abb. 2

## Preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums



Ein Steigen (Fallen) der Zeitreihe signalisiert ein Aufwerten (Abwerten) des Euroraum-Wechselkurses.

Quelle: Thomson Financials.

zwei Währungsräumen zu erzielen ist. Jedoch lassen sich diese nicht unmittelbar beobachten und messen. Folglich deutet ein Abweichen eines theoretischen Wechselkurses vom Marktpreis nicht zwangsläufig auf ein »(Un-)Gleichgewicht« hin und rechtfertigt damit auch per se keine Rufe nach korrigierenden Zentralbankeninterventionen.

Eine weitere Frage, die es zu klären gilt, ist gleichzeitig von grundsätzlicher Art: Ist es ökonomisch wünschenswert, dass Zentralbanken im Devisenmarkt intervenieren? Die Preisbildung am Markt ist der freiheitliche Ausdruck für die Werthaltigkeit, die Marktakteure knappen Gütern zuweisen. Zweifel sind angebracht, ob Behörden es »besser« wissen: Man kann nicht davon ausgehen, dass staatliche Stellen über ein superiores Wissen über die Höhe des »richtigen« gleichgewichtigen Wechselkurses verfügen, das einen Markteingriff legitimieren könnte. Besteht aber Unwissen über den richtigen Wechselkurs, kann die Abweichung des aktuellen von diesem Wert auch nicht verlässlich bestimmt werden. Wenn Notenbanken dennoch bei einem Wechselkurs intervenieren, der sich in enger Nachbarschaft des tatsächlichen Gleichgewichts befindet, ist es meist so, dass diese Politikmaßnahme zusätzliche Volatilität induziert, die letztlich der Investitionstätigkeit und der Beschäftigung abträglich sind.

Es scheint für viele Kommentatoren ausgemachte Sache zu sein, dass eine Euro-Aufwertung Produktions- und Beschäftigungseinbußen nach sich zieht. Doch das ist alles andere als sicher. Erstens sorgt eine Euro-Aufwertung für »Terms-of-Trade«-Gewinne – man erhält nunmehr mehr Import- für Exportgüter –, und dies macht die Bürger im Euroraum reicher. Sie eröffnet aber auch Spielräume für höhere Löhne oder mehr Beschäftigung. Man denke auch an dieser Stelle an die dämpfende Wirkung der Euro-Aufwertung, die den Ölpreisanstieg in heimischer Währung markant abgemildert und damit die verfügbaren Einkommen gestützt hat. Nicht zuletzt ist eine Währungsaufwertung, die mit ei-

ner Verbesserung der Einschätzung der Wirtschaftslage verbunden ist, vorteilhaft für Ausländer, die im Inland investieren wollen. Ein erhöhter Zufluss von Auslandskapital dürfte positiv für die Wirtschaftsentwicklung sein.

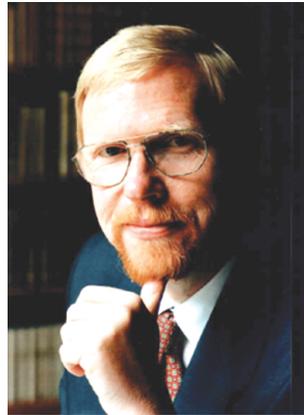
Man sollte nicht übersehen, dass die öffentliche Diskussion über den Wechselkurs im Einflussbereich polit-ökonomischer Zusammenhänge steht. So kann es nicht verwundern, dass regelmäßig (Industrie-)Interessenvertreter und auch Regierungen geflüchtig Argumente negieren, die gegen Devisenmarktinterventionen sprechen; und mancher Ökonom mag dem Anreiz erliegen, publizitätswirksam mit den »Wölfen zu heulen«: Sie versprechen sich von staatlichen Devisenmarktinterventionen einen Nettovorteil.

Exporteure hoffen darauf, ihre Umsätze verbessern zu können; und Regierungen eröffnet sich durch Devisenmarktinterventionen quasi durch die Hintertür der Weg in die Billigzinspolitik. Wechselkursmanipulationen sollen schmerzhaft strukturelle Anpassungen abmildern oder gänzlich umgehen. Was für den Einzelnen in der Tat wünschenswert erscheinen mag, gilt nicht notwendigerweise für das Marktsystem insgesamt: Kommt die Notenbank Forderungen nach Abwertung nach, mindert sie die Anreize für die Marktakteure, sich an ändernde Umstände anzupassen – und erodiert damit eine der entscheidenden Triebfedern für nachhaltiges Wachstum und Beschäftigung. Gerade bei negativen Angebotsschocks sollte deshalb von akkomodierenden Abwertungen abgesehen werden. Hierdurch würden allenfalls kurzfristig Symptome gelindert, die Anreize, verkrustete Strukturen aufzubrechen, werden jedoch spürbar gesenkt, so dass mittel- bis langfristig Wachstum und Beschäftigung abnehmen.

Auf theoretischer Ebene wird die Geldpolitik zur Bekämpfung einer Konjunkturflaute durch die Einbeziehung der Theorie *rationaler Erwartungen* in Frage gestellt. Bei rationalen Erwartungen, d.h. wachsamem und lernfähigem Marktakteuren, ist für eine dauerhafte Periode der Preisniveaustabilität eine glaubwürdige und stetige Geldpolitik die Grundlage. Bei einer (wiederholten) Interventionspolitik kann die Glaubwürdigkeit der Zentralbank leicht ins Wanken geraten und nur unter erheblichen Output- und Beschäftigungskosten wiederhergestellt werden. Falls die Geldpolitik einmal systematisch im Dienste einer Abwertung genutzt wurde, werden die erwarteten Folgen eines wiederholten Rückgriffs auf Devisenmarktinterventionen durch eine Antizipation z.B. in (Tarif-)Verträgen der Marktakteure eingeschränkt. Die tarifpolitische Disziplin der Lohnverhandlungsparteien würde sich abschwächen. Eine monetär induzierte Wechselkurspolitik liefe Gefahr, selbst destabilisierende reale Effekte auszulösen und die Funktionsweise und Dynamik makroökonomischer Systeme zu ändern.

Das aktuell wohl überzeugendste Argument gegen Devisenmarktinterventionen der EZB steht im unmittelbaren Zusammenhang mit dem Auftrag der Bank: den Geldwert zu sichern. Markteingriffe zur Abwertung des Euro – ob durch Devisenkäufe oder Zinssenkungen – führen zu einer Erhöhung der Geldmenge. Das würde die Inflationsspektiven weiter verschlechtern. Angesichts der ohnehin schon hohen Überschussgeldmenge im Euroraum wäre eine derartige Politik nicht vereinbar mit dem Ziel der EZB, die Preisstabilität mittelfristig zu gewährleisten: Schon heute wächst die Geldmenge – getrieben durch die extreme Billigzinspolitik – weitaus stärker als mit einer Inflation von unter 2% kompatibel ist. Zwar könnte man daran denken, dass die EZB nach dem Kauf von US-Dollar die geschöpfte Liquidität wieder neutralisiert. Jedoch würde bei einer solchen Politik dann vermutlich sogar ein temporärer Kursauschlag des Wechselkurses ausbleiben. Derzeit ist die EZB daher nicht in der Lage, den Wechselkurs zu manipulieren, ohne dabei das Inflationsziel zu verletzen.

Devisenmarktinterventionen zu empfehlen, entstammt vielfach nicht nur dem Bestreben, die wirtschaftliche Situation verbessern zu wollen, sondern auch der Auffassung, es durch Staatseingriffe erreichen zu können. Wie in vielen anderen Politikbereichen, so gilt jedoch auch in der Geldpolitik, dass das Wissen um die ganzen Konsequenzen von Devisenmarktinterventionen viel zu beschränkt ist, als dass solch ein Politikinstrument leichtfertig zu empfehlen wäre. Im Interesse der Wohlfahrt aller Bürger im Euroraum sollte die EZB folglich darin bestärkt werden, ihrem Kernmandat nachzukommen: der Bewahrung der Kaufkraft des Geldes. Niedrige und stabile Inflation im Euroraum ist der beste monetäre Beitrag für Wirtschaftswachstum. Die bisherigen Entwicklungen im Devisenmarkt geben auch keine Hinweise, dass ein »Marktversagen« vorliegen würde, auf das die Wirtschaftspolitik zu reagieren hätte. Die Sorge um Wachstum und Arbeitsplätze, die die Diskussion um Devisenmarktinterventionen speist, sollte vielmehr anspornen, die Lohn- und Preisflexibilität zu stärken, damit die volkswirtschaftlichen Ressourcen sich schnell und mit geringen Kosten auf sich ändernde Umstände anpassen können: In einer Marktwirtschaft ist es die Aufgabe der Unternehmen, nicht die der Geldpolitik, sich an ständig ändernde Marktumstände anzupassen.



Thomas Mayer\*

### Im gegenwärtigen Umfeld nicht ratsam

Meine Antwort auf diese Frage lautet zur gegenwärtigen Zeit: nein. Die Bedingungen für eine erfolgreiche Devisenmarktintervention sind meines Erachtens nicht gegeben.

Als teilnehmender Beobachter des Devisenmarkts habe ich keine grundsätzlichen Bedenken gegen Interventionen. Devisenmärkte sind nicht immer effizient in dem Sinne, dass sie alle öffentlich verfügbaren Informationen widerspiegeln. Zumindest gelegentlich wird die Preisbildung durch selektive Wahrnehmung der Mehrheit der Marktteilnehmer und Herdeneffekte verzerrt. Unter diesen Umständen können Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken den Märkten zu größerer Effizienz verhelfen. Außerdem kann durch Devisenmarktinterventionen natürlich Liquiditätssteuerung betrieben und damit der Kurs der Geldpolitik verändert werden.

Allerdings haben sowohl ökonomische Forschung als auch praktische Erfahrung gezeigt, dass der Erfolg von Devisenmarktinterventionen von der Erfüllung einer Reihe von Bedingungen abhängt. Werden die Liquiditätseffekte der Intervention nicht sterilisiert, so dürfen diese nicht der allgemeinen Ausrichtung der Geldpolitik widersprechen. Es ist z.B. widersinnig, gleichzeitig die Zinsen anheben und die eigene Währung am Devisenmarkt verkaufen zu wollen. Kann aufgrund der Ausrichtung der Geldpolitik nur eine sterilisierte Intervention erfolgen, so sollte diese

- nicht gegen den ökonomisch fundierten Trend der Wechselkurse gehen,
- in einem Markt erfolgen, in dem spekulative Kräfte fundamental orientierte Kräfte dominieren, und

\* Dr. Thomas Mayer ist Chefvolkswirt, Europa, bei der Deutschen Bank, London.

- möglichst von den für die betroffenen Währungen verantwortlichen Zentralbanken gemeinsam durchgeführt werden.

Sind diese Bedingungen erfüllt, können Devisenmarktinterventionen nachhaltige Erfolge haben. Das wohl berühmteste Beispiel einer erfolgreichen Intervention in der Geschichte floatender Wechselkurse ist das Plaza-Abkommen vom September 1985. Im Februar desselben Jahres hatte der US-Dollar seine Spitze überschritten und im Verlauf des weiteren Jahres etwas an Wert verloren. Gemeinsame Devisenmarktintervention der G5-Zentralbanken (USA, Japan, Deutschland, Frankreich und Großbritannien) und eine entsprechende Presseerklärung der Finanzminister nach einem Treffen im September 1985 verstärkten dann die fundamental notwendige weitere Dollarabwertung. Ein anderes Erfolgsbeispiel war die Stabilisierung des Euro im Herbst 2001. Nach einer deutlichen Abwertung unter ihren fundamental gerechtfertigten Wert hatte die europäische Gemeinschaftswährung gegen Mitte des Jahres einen Tiefpunkt erreicht und bewegte sich in den Sommermonaten orientierungslos seitwärts. Die gemeinsame Intervention der US Federal Reserve, der EZB (zusammen mit ihren nationalen Zentralbanken) und der Bank von Japan wies den Märkten dann eine neue Richtung für den Kurs des Euro.

Aber es gibt auch Beispiele für fehlgeschlagene Aktionen zur Wechselkursstabilisierung. So versuchten die G7-Finanzminister im Februar 1987 im so genannten Louvre Accord eine Stabilisierung des inzwischen stark geschwächten Dollars einzuleiten. Die Märkte bezweifelten jedoch, dass der Dollar schon genügend abgewertet hatte, um eine Trendwende des US-Leistungsbilanzdefizits einzuleiten. Daher stiegen die Risikoprämien auf US-Dollar-Anlagen und die Fed hob die Zinsen an. Die Aussicht auf weiter steigende Zinsen zur Dollarstabilisierung unterminierte die Bewertung des Aktienmarkts und trug zum Aktienmarktkrach vom Oktober 1987 bei. Nach diesem Ereignis setzte der Dollar seine Talfahrt fort.

Im weiteren Verlauf der achtziger Jahre versuchte Japan sich mit einer lockeren Geldpolitik und beträchtlichen Interventionen am Devisenmarkt einer Aufwertung des Yen zum Dollar entgegenzustellen. Die dadurch geschaffene Liquidität blähte die Preise für Vermögenswerte zu einer gewaltigen Blase auf, deren Platzen Anfang der neunziger Jahre das Land in die Rezession und schließlich Deflation stürzte. Auch ist es Japan in jüngerer Zeit trotz massiver Yen-Verkäufe gegen US-Dollar nicht gelungen, eine Aufwertung seiner Währung um mehr als 20% im Zeitraum von 2002 bis 2004 zu verhindern.

Diese Erfahrungen zeigen, dass vor einer Entscheidung zur Intervention sorgfältig zu prüfen ist, ob die Bedingungen für eine erfolgreiche Aktion gegeben sind. Wie steht es nun hier-

mit für Interventionen gegen eine weitere Aufwertung des Euro? Offensichtlich stehen nicht sterilisierte, liquiditätsschaffende Verkäufe von Euro gegen Dollar im Gegensatz zur erklärten Absicht der EZB, eine Abschwächung des Geldmengenwachstums zu seinem Referenzwert anzustreben. Gegenwärtig wächst die Geldmenge M3 immer noch mit einer Rate von rund 6%, also 1,5 Prozentpunkte über ihrem Referenzwert, und die EZB schätzt, dass Ende 2004 ein Liquiditätsüberhang (bereinigt um Inflations- und Portfolioumschichtungen) in Höhe von etwa 2% des Geldbestandes existierte.<sup>1</sup> Auch wenn sich die geschaffene Liquidität in absehbarer Zeit nicht auf die Konsumentenpreis-inflation auswirken sollte, so zeigt das Beispiel Japans, dass exzessive Liquiditätsversorgung der Wirtschaft zu einer Blase bei den Vermögenswerten führen kann. Solange daher für die EZB die Inflationsrisiken (für Konsumenten- oder Vermögenspreise) überwiegen, würde eine implizite geldpolitische Lockerung durch unsterilisierte Devisenmarktinterventionen nicht nur fahrlässig, sondern auch schizophren erscheinen.

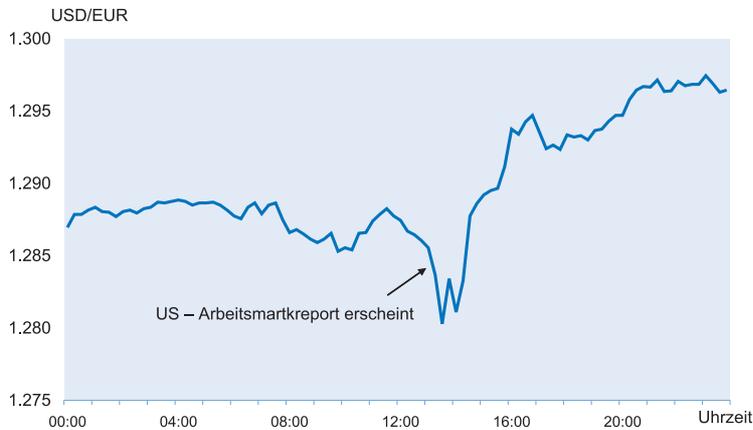
Aber auch die Bedingungen für eine sterilisierte Intervention scheinen nicht erfüllt zu sein. Erstens zeichnen sich noch keine Trendwende des US-Leistungsbilanzdefizits oder eine in der Zukunft das Defizit verringernde engere Finanzpolitik in den USA ab. Die meisten seriösen Schätzungen zeigen, dass der US-Dollar bei gleich bleibender Finanzpolitik noch erheblichen Abwertungsbedarf hat, bis die Wende im Trend des Leistungsbilanzdefizits geschafft ist.<sup>2</sup>

Zweitens ist es unwahrscheinlich, dass die US Federal Reserve der EZB bei einer Aktion zur Stabilisierung des Dollar gegenüber dem Euro zu Hilfe kommen wird. In seinem viel beachteten Beitrag zu einer Podiumsdiskussion in Frankfurt am 19. November stellte Fed Chairman Alan Greenspan klar, dass »given the size of the U.S. current account deficit, a diminished appetite for adding to dollar balances must occur at some point«. Es ist unwahrscheinlich, dass die USA die Anleger mit alternativen Währungen versorgen werden, wenn das »unvermeidliche« passiert. In der Tat passt eine Dollarabwertung sehr gut in das wirtschaftspolitische Konzept von US-Regierung und Notenbank. Zur Verbesserung der makroökonomischen Stabilität in den USA ist es nun geboten, dass die privaten Haushalte ihre Sparquote erhöhen, während gleichzeitig der Unternehmenssektor seine Ersparnisse neuen Investitionen zuführt. Mit ihrer Politik der langsamen Zinserhöhungen stärkt die Federal Reserve die Sparneigung der US-Haushalte, während die Dollarabwertung gleichzeitig die Exportaussichten und damit die Investitionsneigung im Unternehmenssektor verbessert. Zinser-

<sup>1</sup> Vgl. EZB, Monetary analysis in real time, Monatsbericht, Oktober 2004.

<sup>2</sup> So schätzen z.B. Obstfeld und Rogoff, dass der US-Dollar noch 20 bis 40% real effektiv abwerten muss, bevor das US-Leistungsbilanzdefizit eine längerfristig tragbare Größe annimmt (vgl. M. Obstfeld und K. Rogoff, The Unsustainable US Current Account Position Revisited, NBER Working Paper 10869, November 2004).

EUR/ US-Dollar: Bewegung am 5. November 2004



höhungen und Währungsabwertung sind also komplementäre Teile einer Strategie, welche bei insgesamt weiterhin expansiver Ausrichtung der Geldpolitik die Komponenten des geldpolitischen Umfelds (»monetary conditions«) neu austariert und damit eine Reallokation der Ersparnisse zwischen Haushalts- und Unternehmenssektor erreicht.<sup>3</sup>

Drittens gibt es keine Anzeichen dafür, dass spekulativ orientierte Anleger den Markt bestimmen und gegen fundamental bedingte Entwicklungen treiben. Unter anderem ist dies an den Preisbewegungen zu erkennen. So führten in der jüngeren Vergangenheit immer wieder Überraschungen bei Datenveröffentlichungen, die im Prinzip positiv für den Dollar sein sollten, zu einer nur wenige Minuten anhaltenden Erholung der US-Währung, der dann eine umso stärkere Abschwächung folgte. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass spekulative Marktteilnehmer bei bekannt werden der Daten »dollar long« Positionen eingingen. Ein höherer Dollar löste dann aber Verkaufsaufträge von Inhabern von Dollarbeständen aus. Fiel der Dollar dann wieder, mussten die »longs« ihre Positionen schließen, also Dollar verkaufen, was dann die US-Währung auf noch niedrigere Werte trieb.

Die Abbildung zeigt diesen Ablauf am Beispiel der Veröffentlichung der US-Arbeitsmarktzahlen für den Oktober. Vor der Veröffentlichung am 5. November um 13.00 Uhr Londoner Ortszeit lag der Konsensus der Markterwartungen bei einem Anstieg um 175 000 Stellen. Tatsächlich sprang die Beschäftigung aber um 337 000 Stellen, was die Aussich-

ten auf eine Zinserhöhung der Federal Reserve am 10. November deutlich verbesserte und daher zu spontanen Dollarkäufen führte. Nach einem kurzen Anstieg wurde der Dollar allerdings von erneuten Verkäufen gedrückt. Die Haussiers versuchten es noch einmal, stießen aber wieder auf starken Widerstand. Dies zwang sie, ihre Euro »short« Positionen zu schließen und Euro gegen Dollar zurückzukaufen. Der dann folgende »short squeeze« katapultierte den Euro bis Ende des Tages deutlich nach oben. Würde sich die EZB in einem solchen Umfeld als Dollarkäufer anbieten, würde sie wahrscheinlich von Dollaranbietern überschwemmt werden. Vielleicht würden ja auch einige asiatische Zentralbanken diese Gelegenheit dann nutzen, um eine Teil ihrer beängstigend hohen Dollarreserven zu günstigeren Kursen abzubauen.<sup>4</sup>

Alles in allem erscheint es also nicht ratsam, im gegenwärtigen Umfeld die Aufwärtsbewegung des Euro mit Devisenmarktinterventionen zu bekämpfen. Sollte eine Intervention misslingen, was ich unter den beschriebenen Bedingungen für wahrscheinlich halte, würde die Glaubwürdigkeit der EZB beschädigt und möglicherweise der stabilitätsorientierte Kurs der Geldpolitik gefährdet. Natürlich kann diese Einschätzung nur eine Momentaufnahme sein. Es ist durchaus vorstellbar, dass sich die Situation so verändert, dass die Bedingungen für Interventionen erfüllt sind und eine entsprechende Aktion sinnvoll ist. Bei der Abwärtsbewegung des Euro dauerte es beinahe drei Jahre, bis dies der Fall war. Bei der Aufwertung könnte es angesichts der Probleme des US-Dollar noch erheblich länger dauern.

<sup>3</sup> Was für die USA ideal erscheint, bringt allerdings für die Regionen mit aufwertenden Währungen erhebliche Probleme. Im Prinzip sollten dort die geldpolitischen Bedingungen durch Zinssenkungen stabilisiert werden. Theoretisch könnte so eine Verlagerung der Wachstumskräfte von der Auslands- zur Inlandsnachfrage veranlasst werden, die zum Abbau der internationalen Leistungsbilanzungleichgewichte beitragen würde. Leidet die Wirtschaft allerdings an strukturellen Verkrustungen, so fällt die strukturelle Anpassung schwer, und die Währungsaufwertung, gekoppelt mit einer Niedrigzinspolitik, kann zu schwächerem Wachstum bei höherer Inflation führen.

<sup>4</sup> Ebenso war auch der Euro-Anstieg zum Jahresende eher fundamental getrieben. Viele Unternehmen sicherten vor dem Jahreswechsel noch ihre Dollarpositionen ab, indem sie Dollar gegen Euro per Termin verkauften. Mit dem Auslaufen der »Hedge-Aktivität« konnte dann der Dollar zum Jahresbeginn etwas Boden zurückgewinnen.

Die Beiträge sind auszugsweise in englischer Sprache im CESifo Internet Forum auf unserer Website [www.cesifo.de](http://www.cesifo.de) zu finden.