

EUROPÄISCHES PARLAMENT



Generaldirektion Wissenschaft

ARBEITSDOKUMENT

**OPTIONEN FÜR DIE WECHSELKURSPOLITIK
DER EZB**

Reihe Wirtschaftsfragen
ECON 115 DE

Diese Veröffentlichung erscheint in EN, FR und DE.

Eine Zusammenfassung erscheint in allen EU-Arbeitssprachen.

Am Ende dieses Dokuments finden Sie eine Liste der anderen Veröffentlichungen in der Serie Economic Affairs.

Herausgeber: Europäisches Parlament
L-2929 Luxemburg

Verfasser: Peter Bofinger
Bayerrische Julius-Maximilians-Universität Würzburg und CEPR

Redaktion: Ben Patterson
Europäisches Parlament
Generaldirektion Wissenschaft
Tel: (00352) 4300-2414
Fax: (00352) 4300-27721
E-Mail: GPATTERSON
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Bei den dargelegten Ansichten handelt es sich um die des Verfassers, die nicht unbedingt der Position des Europäischen Parlaments entsprechen.

Nachdruck und Übersetzung - außer zu kommerziellen Zwecken - mit Quellenangabe gestattet, sofern der Herausgeber vorab unterrichtet und ihm ein Exemplar übermittelt wird.

Manuskript abgeschlossen im September 1999.

EUROPÄISCHES PARLAMENT



Generaldirektion Wissenschaft

ARBEITSDOKUMENT

OPTIONEN FÜR DIE WECHSELKURSPOLITIK DER EZB

Reihe Wirtschaftsfragen

ECON 115 DE

10/99

Einleitende Zusammenfassung

1. In ihrer "stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie" hat die EZB der Wechselkurspolitik nur sehr wenig Aufmerksamkeit gewidmet. Für eine eventuelle massive reale Wertminderung oder -steigerung des Euro gegenüber dem Dollar erfolgten also kaum **begriffliche Vorbereitungen**. Dieses Defizit ist besonders problematisch insofern, als die Wechselkurspolitik vertragsgemäß nicht in die alleinige Verantwortung der EZB fällt (Art. 111 des Vertrags). Um für den Fall einer Währungskrise Konflikte zwischen dem **Rat** und der EZB zu vermeiden, ist daher schon jetzt ein klarer begrifflicher Rahmen nötig.
2. Die seit 1973 mit flexiblen Wechselkursen gemachten Erfahrungen zeigen, daß solch System zu deutlicher Instabilität neigt. Sämtliche empirischen Studien belegen, daß keinerlei systematische Beziehungen zwischen den sogenannten **Fundamentaldaten** (Inflationsraten, reales BIP-Wachstum, Leistungsbilanzen usw.) und der Wechselkurs-Option bestehen. Deswegen können stabilitätsorientierte nationale Politiken eine Wechselkursstabilität nicht garantieren. Die deflationäre Situation in Japan zeigt, daß auch eine Wirtschaft mit relativ geringem Export- und Importanteil deutlich unter einer anhaltend falschen Währungsanpassung leiden kann.
3. Somit sollte die EZB in der Lage sein, große Fehlanpassungen des Euro/Dollar-Kurses zu vermeiden. In vorliegendem Papier untersuche ich vor allem, ob die EZB in der Lage wäre, einen **Zuwachs** des Euro/Dollar-Kurses über 1,20 Dollar durch die **öffentliche** Bekanntgabe eines Kursplafonds im Rahmen zu halten.
4. Für viele Beobachter verbietet die bloße **Größe von Devisenmärkten** (mit einem **täglichen** Umsatz von 1.741 Mrd. \$) jeden Versuch durch Zentralbanken, bestimmte Wechselkursniveaus gegen die Märkte zu richten. Aufgrund des den Devisenmarkt strukturierenden „Marktmacher-Prinzips“ stellen diese Zahlen die ihm zugrundeliegenden Veränderungen bei international gehaltenem Vermögen deutlich übertrieben dar. Außerdem hängt die Effektivität von Zentralbankinterventionen stark von der Richtung ab, in die sie abzielen. Der Versuch einer Zentralbank, eine **Wertminderung** ihrer Währung zu stoppen, ist an das Erfordernis gebunden, einem vom Haushalt vorgegebenen Devisenrücklagenbetrag zu folgen. Dadurch wird sie für Spekulation seitens der Märkte

anfällig. Will eine Zentralbank eine **Wertsteigerung** ihrer Währung abwehren, hat sie die Möglichkeit, ausländisches Vermögen für nationales Vermögen zu kaufen, für das ihr keine Mengenbeschränkungen auferlegt sind.

5. Die Artikel 105 und 111 des Vertrags räumen dem Ziel der **Preisstabilität** in allen Handlungen der EZB eindeutig Priorität ein. Deswegen ist die Auswirkung von Devisenmarktoperationen auf kurzfristige Zinssätze im Euro-Währungsgebiet besonders sorgfältig zu untersuchen. Mit ihrer unlängst eingerichteten **Einlagefazilität** ist die EZB in der Lage, Liquidität unbegrenzt zu sterilisieren, so daß sich die nationale Währungsbasis und damit nationale kurzfristige Zinssätze vollständig von den Interventionsfolgen isolieren lassen. Das Instrument der sterilisierten Interventionen gibt der EZB also zusätzlichen Handlungsspielraum: Mit ihm läßt sich eine stabilitätsorientierte Politik für das Euro-Währungsgebiet verfolgen und gleichzeitig ein hoher realer Eurozuwachs vermeiden.
6. Die zur **Wirksamkeit** sterilisierter Interventionen geschriebene Fachliteratur ist nicht besonders aufschlußreich. Sie fußt auf halbherzigen Interventionen (die in recht geringem Ausmaß und meistens im Geheimen) der Bundesbank, der FED und der Bank von Japan in den zurückliegenden 25 Jahren. Der bedeutende Unterschied zwischen einer Intervention zur Abwehrung einer Wertsteigerung oder -minderung der nationalen Währung wird in dieser Literatur völlig außer acht gelassen. Für das Vorgehen, den Plafond des Euro-Dollar-Kurses öffentlich anzukündigen, scheinen diese Bücher folglich nicht wirklich sachdienlich.
7. Für die Haltbarkeit einer Interventionspolitik sind die **Kosten** sterilisierter Interventionen im Rahmen zu halten. Im Falle einer Intervention zur Verhinderung einer Eurosteigerung hängen diese Kosten von drei Faktoren ab: in- und ausländische Geldmarktkurse und die Valutagewinne oder -verluste bei ausländischem Kapital, das auf dem Interventionsweg erworben wurde. Derzeit sind die Zinsen im Euro-Währungsgebiet niedriger als in den Vereinigten Staaten von Amerika. Würde die EZB in dieser Situation größere (höher verzinsten) Dollarsummen kaufen und parallel dazu das Volumen der eigenen (niedriger verzinsten) Einlagefazilität anheben, würde sie Gewinn machen. Sieht sich der Dollar vor einer Wertminderung geschützt, dann laufen keine Valutaverluste auf. Für den – hypothetischen – Fall, daß die Zinssätze im Euro-Währungsgebiet über dem Dollarkurs

liegen sollten, hätte die EZB ihr Wechselkursziel dem Zinsgefälle anzupassen. Indem sie eine leichte Wertsteigerung des Dollar in die Wege leitet, würde sie den vom Zinsgefälle hervorgerufenen Verlust wieder ausgleichen.

8. Der in vorliegender Arbeit geschilderte Rahmen ist hauptsächlich für eine einseitige Interventionspolitik der EZB gedacht, die vor einem überzogenen Zuwachs des Euro gegenüber dem Dollar schützt. Die Möglichkeiten der EZB, eine Euro-Wertminderung zu verteidigen, sind deutlich geringer. Die Logik sterilisierter Interventionen läßt sich allerdings für eine **bilaterale Vereinbarung** der Vereinigten Staaten mit dem Euro-Währungsgebiet nutzen. Bei einer solchen Vereinbarung würde die EZB eine obere Grenze stecken und verteidigen, beispielsweise 1,20 \$ je Euro, wohingegen die Fed eine niedrigere Grenze stecken und verteidigen würde, z. B. 1,00 \$ je Euro. Da beide Zentralbanken erst bei einem Zuwachs der nationalen Währung ins Spiel kämen, wären sie jederzeit in der Lage, ihre Wechselkursziele erfolgreich gegen spekulative Angriffe der Märkte zu verteidigen. Erneut müßten die Margen entsprechend dem herrschenden Zinsgefälle angepaßt werden. Seit 1973 gemachte Erfahrungen zeigen, daß dies zu einem äußerst sensiblen Wechselkurspfad geführt hätte. Verglichen mit der Situation der früheren 70er Jahre hätte eine solche Zusammenarbeit im Bereich des Wechselkursmanagements den Vorteil, daß beide Zentralbanken deutlich stabilitätsorientierten Geldpolitiken im eigenen Land folgen.

INHALT

EINLEITENDE ZUSAMMENFASSUNG.....	III
1. EINFÜHRUNG	1
2. DAS WECHSELKURSPOLITISCHE KONZEPT DER EZB.....	3
IN DER AUSFÜHRLICHEN „STABILITÄTSORIENTIERTEN GELDPOLITISCHEN STRATEGIE“ DER EZB WIRD DIE ROLLE DER WECHSELKURSPOLITIK IN NUR ZWEI SÄTZEN ABGEHANDELT:	3
3. SIND DEISENMARKINTERVENTIONEN WIRKLICH NOTWENDIG?	5
<i>3.1 FLEXIBLE WECHSELKURSE UND MAKROÖKONOMISCHE GRÖßEN</i>	<i>5</i>
<i>3.2 SIND WECHSELKURSE FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET NOCH IMMER VON BELANG?</i>	<i>8</i>
<i>3.3 EINE EHRGEIZIGE INTERVENTIONSSTRATEGIE</i>	<i>11</i>
4. WECHSELKURSZIELE DER EZB: ANWENDUNGSBEREICHE UND GRENZEN	13
<i>4.1 DEISENMARKTGRÖßEN</i>	<i>13</i>
<i>4.2 ZWEI RICHTUNGEN DER INTERVENTIONSPOLITIK</i>	<i>15</i>
<i>4.3 DEISENMARKTOPERATIONEN UND NATIONALE GELDPOLITIK.....</i>	<i>16</i>
<i>4.4 DIE KOSTEN VON STERILISIERTEN INTERVENTIONEN.....</i>	<i>20</i>
<i>4.5 WIRKSAMKEIT VON STERILISIERTEN INTERVENTIONEN.....</i>	<i>23</i>
5. BILATERALE VEREINBARUNGEN IN DER INTERVENTIONSPOLITIK	25
6. SCHLUB	30
QUELLEN.....	31

1. Einführung

Während in den zurückliegenden Monaten intensiv über die Geldmarktpolitik der EZB diskutiert wurde, hat das wissenschaftliche und politische Gespräch das devisenpolitische Konzept der EZB fast vollständig vernachlässigt. In ihrer „stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie“ hat auch die EZB diesem wichtigen Thema nur wenig Aufmerksamkeit beigemessen. Für den nicht unwahrscheinlichen Fall einer bedeutenden Wertsteigerung des Euro-Wechselkurses gegenüber dem Dollar wurden kaum begriffliche Vorbereitungen getroffen.

In der vorliegenden Arbeit entwickle ich einen möglichen Rahmen für die Wechselkurspolitik der EZB. Mein Schwerpunkt gilt dem Euro-Wechselkurs gegenüber dem Dollar, die Hauptargumente sind aber auch für die Wechselkurse anderer Währungen gültig, insbesondere für das Pfund Sterling und den Yen. Meine Arbeit ist wie folgt strukturiert: Nach einer kurzen Beschreibung der Ansichten der EZB zur Wechselkurspolitik befasse ich mich mit der Frage, warum es wichtig ist, auf eben den Euro/Dollar-Wechselkurs abzielen. In Kapitel 4 stelle ich zwei Schlüsselfragen der Interventionspolitik:

- Sind Zentralbanken in der Lage, Wechselziele vor dem Druck von Devisenmärkten zu schützen?
- Ist es möglich, eine massive Wechselkursintervention mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik zu kombinieren?

Für den Fall einer starken Dollarminderung schlage ich einen Rahmen vor, der es gestattet, eine wirksame Obergrenze für den Dollarkurs zu setzen, ohne die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet zu gefährden. Erreicht werden läßt sich dies mit der Technik „sterilisierter Interventionen“. Mit diesem Instrument erhält die EZB zusätzlichen Spielraum in ihrer Währungs- und Wechselkurspolitik: Unter Wahrung der Preisstabilität ist es ihr möglich, die negativen Folgen einer größeren Euroaufwertung für Gewinne, Wachstum und Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet abzuwehren. Die in vorliegender Arbeit beschriebene Strategie hilft der EZB somit, den in Artikel 105 des Vertrags gestellten Anforderungen zu entsprechen, d.h. auch andere makroökonomische Ziele zu verfolgen, sofern dies mit dem Ziel der

Preisstabilität vereinbar ist.¹ Kapitel 5 zeigt, wie sich dieser Rahmen auf einen bilateralen Cupertino-Wechselkurs mit den Vereinigten Staaten übertragen läßt.

Der Schwerpunkt der Arbeit ist der Dollar-Wechselkurs. Andere große Themen der Wechselkurspolitik der EZB, darunter die Wechselkursbeziehungen zu den EU-Mitgliedstaaten, die bislang nicht an der WWU teilnehmen, und zu den Beitrittskandidaten und Ländern Osteuropas und der NUS werden nicht angesprochen. Genauso wenig soll beurteilt werden, wie ein ausgewogener Dollar/Euro-Kurs aussieht; vielmehr werden in der gängigen Literatur angestellte Berechnungen umgesetzt.

¹ Article 105 (1): „Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen.“

2. Das wechselkurspolitische Konzept der EZB

In der ausführlichen „stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie“² der EZB wird die Rolle der Wechselkurspolitik in nur zwei Sätzen abgehandelt:

„Unter den gegenwärtigen Umständen – die weder eine förmliche Wechselkursvereinbarung noch eine generelle Richtungsweisung zeigen – ist der Euro-Wechselkurs das Resultat aktueller und erwarteter Geld- und anderer Politiken sowohl im Euro-Währungsgebiet und anderswo wie der Aufnahme dieser Politiken seitens der Marktteilnehmer. Da die geldpolitische Strategie des Eurosystems kein Wechselkursziel für den Euro beinhaltet, sieht sich die Aufgabe der Fokussierung auf die Wahrung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet vereinfacht.“ (EZB 1999, S. 42)

Als generelles Konzept schließt die EZB somit „ein implizites oder explizites Wechselkursziel für den Euro“ (Duisenberg 1999, S.1) ausdrücklich aus. Infolgedessen hat sie sich während der Euro-Wertminderung gegenüber dem Dollar in den ersten sieben Monaten 1999³ für eine Politik der „gemäßigten Nichtbefolgung“ entschieden.

In Reden von Präsident Duisenberg und seinen Direktoriumsmitgliedern⁴ wird noch deutlicher, worin dieses Vorgehen begründet ist:

- „(...) währungspolitische Entscheidungen auf ein solches Wechselkursziel ausrichten bedeutet auf längere Sicht möglicherweise einen Konflikt mit dem Ziel der Preisstabilität.“ (Duisenberg 1999, S. 1)
- „(...) transparent durchgeführte stabilitätsorientierte makroökonomische Politiken sind der beste Beitrag, den Politiker leisten können, um die Wechselkursstabilität zu pflegen. Anders gesagt: Falsche Anpassung und übermäßige Volatilität sollten durch Erforschung ihrer eigentlichen Ursachen im Rahmen gehalten werden.“ (Duisenberg 1999, S. 1)
- „(...) in einer von integrierten und äußerst liquiden internationalen Finanzmärkten geprägten Welt bestehen ernste Zweifel an der Möglichkeit, Wechselkurse festzusetzen oder sich solche zum Ziel zu setzen.“ (Duisenberg 1999, S. 2)

² vgl. EZB (1999); für eine verständliche Analyse und Erörterung der Strategie vgl. Bofinger (1999).

³ Die Devisenreserven des Eurosystems sind in dieser Zeit sogar gewachsen: im Januar 1999 betragen sie 230 Mrd., am 30. Juli 1999 dann 245 Mrd. Der wöchentliche Interventionshöchstsatz war zwischen dem 21. Mai 1999 und 28. Mai 1999 erreicht, die Devisenreserven erreichten zu dieser Zeit 3 Mrd. Euro.

⁴ Siehe auch Issing (1999).

Anders ausgedrückt: Der Wechselkursstrategie der EZB liegt die Annahme zugrunde, daß eine explizite/implizite Wechselkurspolitik der EZB im allgemeinen weder durchführbar noch notwendig ist. Außerdem würden nach Ansicht der EZB Interventionen bei Fremdwährungen die Preisstabilität gefährden. Trotz dieser eindeutigen Aussagen schließt Präsident Duisenberg nicht völlig aus, daß Währungsschwankungen möglicherweise ernsthafte wirtschaftliche Probleme für das Euro-Währungsgebiet bergen.

„Eindeutig falsche Wechselkursanpassungen würden, obwohl sie nur schwer erkennbar sind, für das Eurosystem problematisch sein. Dauern sie an, können sie Inflationsprognosen beeinträchtigen und die Wirtschaftstätigkeit verzerren, weil sie die effiziente Mittelzuweisung behindern.“⁵ (Duisenberg 1999, S. 2)

Diese Aussage läßt allerdings offen, was für die EZB „anhaltende“ und „eindeutige falsche Währungsanpassungen“ sind, und wie sie in einer solchen Situation – sollte sie auftreten - reagieren würde. Dieses Defizit ist insofern besonders problematisch, als die Wechselkurspolitik vertragsgemäß nicht unter die alleinige Zuständigkeit der EZB fällt. Artikel 111 (2) des Vertrags – früher Artikel 109 (2) besagt:

„Besteht gegenüber einer oder mehreren Drittländswährungen kein Wechselkurssystem nach Absatz 1, so kann der Rat mit qualifizierter Mehrheit entweder auf Empfehlung der Kommission und nach Anhörung der EZB oder auf Empfehlung der EZB allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik gegenüber diesen Währungen aufstellen. Diese allgemeinen Orientierungen dürfen das vorrangige Ziel des ESZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, nicht beeinträchtigen.“

In Anbetracht dieser im Vertrag genannten wichtigen Rolle ist es ziemlich erstaunlich, daß die Beziehung zwischen Wechselkurspolitik und Wahrung der Preisstabilität bis dato nicht systematisch erörtert wurde. Vor allem scheint eine frühe Klärung dieser Aspekte notwendig, um in Zeiten der Währungsinstabilität Konflikte zwischen dem Rat und der EZB zu vermeiden.⁶

⁵ Selbstverständlich werden in Situationen großer Fehlanpassungen nicht nur finanzielle, sondern auch sektorbezogene reale Mittel ineffizient zugewiesen.

⁶ Am 19. April 1999 hatte Präsident Duisenberg bei einer Anhörung vor dem Unterausschuß “Währungsfragen” des Europäischen Parlaments geäußert: “Der Europäische Rat im Dezember 1997 in Luxemburg hatte entschieden und angekündigt, allgemeinpoltische Richtungsweisungen zu den Wechselkursen würden nur in Ausnahmeständen ausgesprochen werden, beispielsweise bei einer schwerwiegenden Fehlanpassung der Währungen”. Was aber nach wie vor völlig offen läßt, wie “schwerwiegende Fehlanpassung” zu definieren ist.

3. Sind Devisenmarkinterventionen wirklich notwendig?

Zur Erörterung der EZB-Wechselkurspolitik ist es notwendig, vorab kurz die theoretische Basis und die empirische Evidenz flexibler Wechselkurse zu erörtern. Darüber hinaus ist die Bedeutung schwerwiegender Währungsfehlanspassungen im Euro-Währungsgebiet zu untersuchen.

3.1 Flexible Wechselkurse und makroökonomische Größen

Der theoretische Ausgangspunkt für eine Erörterung der EZB-Wechselkursstrategie ist die grundlegende Frage, wie Wechselkurse in einem System frei schwankender Wechselkurse definiert werden. Gemäß vielen Ökonomen ist der Wechselkurs vornehmlich das Ergebnis der makroökonomischen Größen, sog. Fundamentaldaten (insbesondere: Inflationsraten, Zinsen, Leistungsbilanzen, Steuerdefizite, reales BIP-Wachstum, Geldbestand). Der Wechselkurs gilt in der Weltwirtschaft folglich vornehmlich als Stabilisator. Diese Sichtweise bildete auch die theoretische Grundlage der Befürworter von flexiblen Wechselkursen in den 60er Jahren:

„Flexible Wechselkurse gestatten jedem Land, die Mischung von Arbeitslosigkeit und Preiszielen zu verfolgen, die es selber vorzieht, und die mit dem internen Gleichgewicht vereinbar ist, das durch einen Wertzuwachs der Währungen von „preisstabilen“ Ländern im Verhältnis zu Währungen von Ländern mit „Vollbeschäftigung“ gesichert wird (Johnson 1972, S. 210)

Anderen Ökonomen nach sind dagegen flexible Wechselkurse nur in geringem Maße von Fundamentaldaten beeinflusst und können somit eine echte Quelle makroökonomischer Instabilität werden:

“Verhält sich der Fremdwährungsmarkt so wie er es gemäß Wirtschaftsfachbüchern zu tun hat, mit allgegenwärtigen rationellen Erwartungen als treibender Kraft, dann ist es in der Tat schwierig sich vorzustellen, warum jedermann dem Wechselkurs ein freies Schwanken verbieten möchte (zumindest in Ländern, die den für die Zugehörigkeit zu einem optimalen Währungsraum gestellten Bedingungen nicht genügen) (...). Die Ablehnung des freien Schwankens fußt auf der Aussage, daß Kapitalmärkte im allgemeinen und Fremdwährungsmärkte im besonderen eher Herdenverhalten denn rationellen Erwartungen folgen.” (Williamson 1999, S. 1)

Präsident Duisenberg für seinen Teil gibt ganz offensichtlich der ersten Sichtweise zu flexiblen Wechselkursen den Vorzug:

„ (...) stabilen Euro-Wechselkursen ist am ehesten durch stabilitätsorientierte Politiken gedient, die mit wirtschaftlichen Variablen in Einklang stehen.“ (Duisenberg 1999, S. 2)

Das Hauptproblem dieser – von den meisten Zentralbankern (Tietmeyer 1999) geteilten – Sichtweise liegt darin, daß sie gemeinhin nicht in Einklang mit der Realität zu bringen ist. In den zurückliegenden 25 Jahren wurden unzählige ökonometrische Untersuchungen zu den Determinanten flexibler Wechselkurse veröffentlicht. Fast alle gelangen zu dem Schluß, daß grundlegende Wirtschaftsgrößen - wenn auch sie genau definiert sind – zumindest auf vier bis fünf Jahre hinaus keine systematische Auswirkung auf den Wechselkurs in einem frei schwankenden System haben. Isard (1995, S. 138) resümiert diese Evidenz folgendermaßen:

„Kurzgesagt: Weder die theoretisch empfohlenen Verhaltensbeziehungen noch die durch Autoregression erhaltene Information haben zu einem Modell geführt, das deutlich besser als ein Zufallsmarkt vorhersagen könnte. Mehr noch, während das Zufallsmarktmodell anderen Modellen doch zumindest ebenbürtig ist, hat es doch nur geringfügig vorhergesagt.“

Anders ausgedrückt: Am besten lassen sich die morgen, in einem Monat oder einem Jahr zu erwartenden Wechselkurse anhand des heutigen Wechselkurses vorhersagen. Obwohl diese sogenannte „Zufallsweg-Methode“⁷ alles andere als perfekt ist, so ist sie jedem anderen ausgeklügelten Modell, dem "Fundamentaldaten" oder andere Faktoren zugrunde liegen, doch zumindest ebenbürtig.

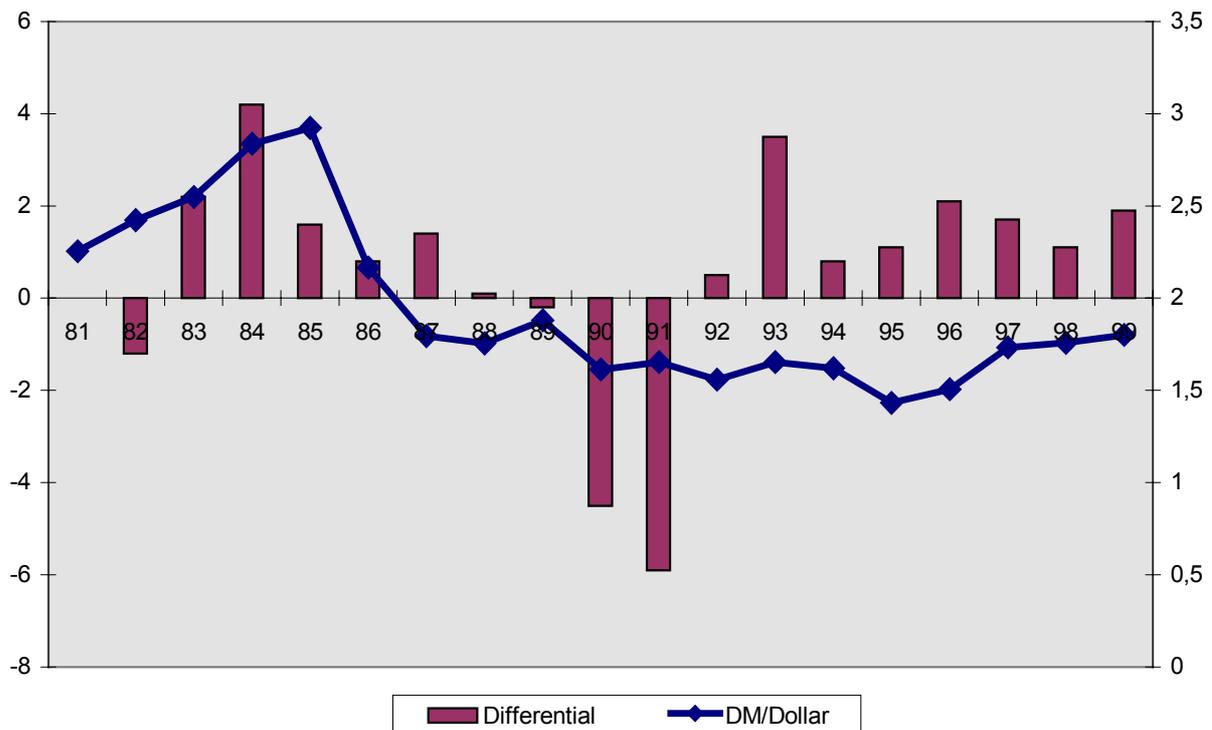
Dieses Ergebnis zeigt auch, daß die Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar bis Juli 1999 ad hoc mit dem tatsächlichen BIP-Gefälle erklärt wurde⁸. Wie Schaubild 1 für die Jahre 1982 bis 1999 zeigt, besteht absolut keine systematische Verbindung zwischen dem realen BIP-

⁷ Vgl. Williamson (1999, S. 2): “Es bleibt richtig, daß ein Zufallsmarkt jedes andere strukturelle Modell der Wechselkursfestsetzung für zeitliche Ausblicke von maximal einem Jahr übertrifft. Es ist aber inzwischen ziemlich sicher, daß ein frei schwankender Kurs langsam auf die relative Kaufkraftparität (PPP) zurückfällt, wobei die Hälfte der Anpassung wohl in weniger als fünf Jahren erreicht sein dürfte...” Obwohl der Wechselkurs auch eine große Determinante der Inflationsrate ist, ist nicht klar, ob sich der Wechselkurs der Inflationsrate anpaßt oder umgekehrt.

⁸ Vgl. Duisenberg (1999): “Es wird damit deutlich, daß die jüngsten Entwicklungen des Euro-Wechselkurses in erster Linie die vorherige unerwartete Stärke der US-Wirtschaft spiegeln.”

Wachstumsgefälle und dem D-Mark/Dollar-Wechselkurs. Besonders deutlich wird dies für die Jahre 1990 bis 1993, als das Wachstumsgefälle (reales BIP der Vereinigten Staaten minus realem BIP Deutschlands) von -5.9 auf $+3.5$ sprang, wohingegen der Wechselkurs innerhalb einer Bandbreite von 1,55 und 1,65 Mark je Dollar bemerkenswert stabil blieb.

Schaubild 1: BIP-Wachstumsgefälle und DM/Dollar-Wechselkurs



Der theoretische Rahmen, auf den die EZB ihre Wechselkurspolitik zu basieren scheint, stützt sich nicht auf besondere empirische Untersuchungen⁹. Stabile Größen sind eine notwendige, aber nicht hinlängliche Bedingung für Wechselkursstabilität. Dies bedeutet, daß eine deutliche Aufwertung oder Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar auch dann nicht

⁹ Dies gilt auch für die zwischen den zwei Weltkriegen mit frei schwankenden Kursen gemachten Erfahrungen, zu denen Nurlse sorgfältige Untersuchungen anstellte (1944, S. 211): „Die Gefahren solch kumulativer und sich selbst-verschlimmernder Bewegungen in einem System frei schwankender Wechselkurse werden in Frankreichs Erfahrungen der Jahre 1922-26 deutlich aufgezeigt. Wechselkurse in dergleichen Umständen werden zwangsläufig extrem instabil und der Einfluß psychologischer Faktoren wird zeitweise überwältigend. Französische Ökonomen waren von dieser Erfahrung derart beeindruckt, daß sie eine eigene „psychologische Theorie“ von Wechselkursfluktuationen aufgestellt haben, in der sie das unbestimmte Wesen von Wechselkursen, die in einem von Spekulationen beeinflussten Markt ihr Niveau selbst finden sollten, betont haben. (...) Anstatt Anpassungen in der Zahlungsbilanz zu fördern, können sich selbst erschwerende Bewegungen dieser Art jegliches anfängliche Ungleichgewicht verstärken und hervorrufen, was man „explosive“ Instabilitätsbedingungen nennen könnte.“

ausgeschlossen werden kann, wenn stabilitätsorientierte Politiken in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet praktiziert werden. Ein Blick in nicht allzu ferne Vergangenheit zeigt zwei große Beispiele für besonders große „Fehlanpassungen“ zwischen den drei großen Währungsreserven:

- zwischen dem 7. Januar 1980 und 25. Februar 1985 fiel die D-Mark von 1,7080 D-Mark/Dollar auf 3,4525 D-Mark/Dollar
- zwischen dem 27. April 1990 und 19. April 1995 fiel der Dollar von 158,9 Yen/Dollar auf 81,12 Yen/Dollar

In beiden Fällen praktizierte das Land mit der fallenden Währung (in den 80er Jahren Deutschland, in den 90er Jahren die USA) eindeutig „stabilitätsorientierte Politiken“. Sicher war die makroökonomische Politik der USA in den frühen 80er Jahren zu lasch und die japanische Wirtschaft durch die Niederschläge einer geplatzten Preisblase bei Vermögenswerten zu Beginn der 90er Jahre leidend, doch hätte dies in beiden Fällen eine Wertminderung verlangt, nicht aber einen extremen Zuwachs der eigenen Währung.

3.2 Sind Wechselkurse für das Euro-Währungsgebiet noch immer von Belang?

Einer der größten Vorteile der Europäischen Währungsunion ist es, daß er das Euro-Währungsgebiet unanfälliger für Wechselkursinstabilität als solche macht. Der BIP-Anteil am Handel des Euro-Währungsraums mit anderen Ländern beträgt inzwischen rund 13 %, liegt damit zu gut der Hälfte unter den für die elf Länder zu Zeiten vor der EWU gültigen Gesamtzahlen. Dieses Verhältnis ist vergleichbar mit den Zahlen für die USA (zehn Prozent) und Japan (neun Prozent). Stoßen die übrigen vier EU-Mitgliedstaaten zur EWU hinzu, fällt der Außenhandelsanteil auf zehn Prozent. (AMUE 1999)

Dieser relativ geringe Anteil des Extra-EWU-Handels bedeutet aber nicht, daß größere Wechselkursveränderungen in der Währungspolitik der EZB vernachlässigt werden können:

„ (...) durch seine Folgen für die Wirtschaftsaktivität und die Preise beeinträchtigt der Wechselkurs die Aussichten auf Preisstabilität, spielt damit unzweifelhaft eine bedeutende Rolle in der Währungspolitik des Eurosystems.“ (Duisenberg 1999, S. 1)

Die großen Wirtschaftsprobleme Japans sind das offenkundigste Beispiel für die Sensibilität auch einer relativ geschlossenen Wirtschaft gegenüber einer anhaltenden und starken falschen Anpassung ihrer Währung:

„Implizit wie explizit beständiger Druck der Vereinigten Staaten, um den Yen-Zuwachs von 360 Einheiten je Dollar im Jahr 1971 auf 80 im Jahr 1995 zu verändern, ist der geschichtliche Ursprung von Japans heutiger Deflationspsychologie.“ (McKinnon 1999, S. 77).¹⁰

Bei flexiblen Wechselkursen ist also selbst eine umgekehrte Kausalität derart möglich, daß die Fundamentaldaten von den Wechselkursentwicklungen bestimmt werden¹¹. Die Deflation in Japan läßt sich eindeutig der extremen Wertsteigerung der Währung zuschreiben. Die japanischen Firmen sahen sich gezwungen, ihre Preise und/oder ihre Gewinnspannen deutlich zu senken (bzw. sogar Verluste hinzunehmen), um gegenüber ausländischen Erzeugern einigermaßen wettbewerbsfähig zu bleiben.

In der heutigen Weltwirtschaft ist die größte Gefahr eine deutliche Dollar-Abwertung gegenüber dem Yen und dem Euro. Der IWF (1999, S. 41) gelangt in Einschätzungen zu dem Ergebnis, das gegenwärtige unterschwellige Leistungsbilanzdefizit¹² der Vereinigten Staaten betrage zur Zeit 3,3 % seines BIP. Dies wird zu wachsenden Beständen externer Passiva der USA führen – der IWF schätzt sie für 1999 auf rund 20 % am BIP, für das Jahr 2004 auf etwas weniger als 30 %. Mit dieser enormen und wachsenden Summe von US-Passiva in ausländischem – hauptsächlich japanischem – Besitz wird die US-Währung derzeit immer empfänglicher für alle Arten von Schocks.

Besonders problematisch in diesem Kontext ist der sogenannte “J-Kurven-Effekt”. Ihm liegt die Beobachtung zugrunde, daß die preislichen Auswirkungen einer Abwertung schneller auftreten als die quantitativen Auswirkungen. Daher würde eine starke Wertminderung das US-Handelsdefizit vorübergehend vergrößern (Importe würden sich verteuern), was eine

¹⁰ Für eine ausführlichere Analyse vgl. McKinnon und Ohno (1997).

¹¹ In der Literatur wird diese umgekehrte Kausalität häufig übersehen. Eijffinger und Verhagen (1997, S. 27) beispielsweise gelangen zu dem Schluß, “sterilisierte Interventionen können den Wechselkurs nicht systematisch beeinträchtigen (...). Dieses Ergebnis geht zurück auf (...) Unfähigkeit der Zentralbank, ein Ziel, das sich von dem unterschwelligen Fundamentaldatentrend unterscheidet, systematisch zu verfolgen (...)”.

¹² Der IWF definiert das eigentliche Leistungsbilanzdefizit als “die Bilanzen, die vorherrschen würden, wenn alle Länder nach Ducharbeitung der Folgewirkungen vergangener Wechselkursveränderungen bei voller

noch stärkere Abwertung herbeiführen könnte. Nach einiger Zeit würden die US-Importe natürlich volumenmäßig zunehmen und die Importvolumen würden fallen, in der Zwischenzeit aber würde ein solcher Wechselkursschock nichts Gutes für die Weltwirtschaft verheißen.

Eine Rückkehr des Dollar/Euro-Kurses auf etwa 1,20 Dollar je Euro gilt als eine Bewegung, die ein Konsens als „ausgewogenen Kurs“ bezeichnen würde (Schaubild 1). Natürlich ist ein solcher Kurs vor allem nach dem EWU-Systemwechsel äußerst schwer erkennbar. Doch könnte eine darüber hinausgehende Wertminderung extrem gefährlich für die Weltwirtschaft werden. In den USA brächte eine große Dollar-Wertminderung eine größere Inflation mit sich, die eine noch restriktivere Zinspolitik verlangen würde. Damit würde sich die US-Wirtschaft auf eine große Rezession zubewegen. Im Euro-Währungsgebiet und in Japan würde eine größere Wertsteigerung der eigenen Währung den in gewisser Weise noch immer kraftlosen Wirtschaftsaufschwung weiter schwächen. Alles in allem würde eine unkontrollierte Dollar-Wertminderung zu einer weltweiten massiven Rezession führen.

Tabelle 1: Schätzungen für einen ausgewogenen Euro/Dollar-Kurs

Kaufkraftparität (OECD)	1,05
KKP-Trend (Warburg Dillon Read)	1,15
Fundamentaler ausgewogener Wechselkurs (Institut für internationale Wirtschaften)	1,15-1,40
Kaufkraftparität (Deutsche Bank)	1,16
Festes Preismodell (Deutsche Bank)	1,16
Realzins und M1 (Deutsche Bank)	1,16
Nominales Geldwachstum (Deutsche Bank)	1,15

Quelle: BIZ (1999), Deutsche Bank Research (1999), Wren-Lewis (1999)

Leistung tätig werden würden. Es handelt sich um jene Bilanzen, die auf mittlere bis lange Sicht bei aktuellen Wechselkursen mit null Produktionslücke vorherrschen würden.” (IWF 1999, S. 40)

3.3 Eine ehrgeizige Interventionsstrategie

Somit scheint es sinnvoll, daß die EZB in angemessener Zeit einen verständlichen Rahmen für ihre Wechselkurspolitik erarbeitet. Nachfolgend werde ich eine besonders weitreichende Interventionsstrategie vorschlagen und untersuchen. Ich vermute, die EZB versucht eine Euro-Wertsteigerung zu stoppen, indem sie für ihren Dollar-Wechselkurs öffentlich eine Obergrenze bekanntgibt. Dies setzt voraus, daß die EZB gewillt und in der Lage ist, auf dem Devisenmarkt unbegrenzt zu intervenieren.

Dieses Vorgehen beruht sowohl auf dem “**Portfolio-Bilanzkanal**” wie dem “**Zeichengabekanal**” von Interventionen¹³. Gemäß dem Portfolio-Bilanzkanal ist der Wechselkurs stabilisiert, wenn die Zentralbank bereit ist, Portfolio-Anpassungen der Privatwirtschaft durch den An- oder Verkauf von Devisen unterzubringen. Gemäß dem Zeichengabekanal lassen sich Wechselkursaussichten dann stabilisieren, wenn die Zentralbank Marktinformation zu ihrer weiteren Geldpolitik oder ihren weiteren Wechselkurszielen liefert. Die Wirkung des Zeichengabekanal hängt von der Glaubwürdigkeit des angekündigten Wechselkurszieles ab. Ist eine solche Ankündigung wirklich glaubwürdig, brauchen kaum Interventionen erfolgen.

Eine möglichst ehrgeizige Wechselkursstrategie fokussieren hat den Vorteil, die wesentlichen Probleme der Geldmarktinterventionen der EZB klar und deutlich erkennen zu können. Nötigenfalls werden weniger umfassende Strategien ausgearbeitet.

¹³ vgl. Eijffinger und Verhagen (1997, S. 2).

4. Wechselkursziele der EZB: Anwendungsbereiche und Grenzen

Jeder Vorschlag für eine aktive Wechselkurspolitik der EZB sieht sich mit zwei extrem schweren Fragen konfrontiert:

- Befindet sich die EZB in der Situation, ein Wechselkursziel gegen möglichen enormen Druck von Devisenmärkten zu verteidigen?
- Ist eine solche Wechselkurspolitik vereinbar mit dem hauptsächlichen Ziel der EZB, die Preisstabilität im Eurosystem zu bewahren?

Die zweite Frage ist auch für die Definition der Rolle des Rates in der Wechselkurspolitik der EZB stark relevant.

4.1 Devisenmarktgrößen

Vielen Beobachtern zufolge schließt die bloße Größe von Devisenmärkten einen systematischen Umgang mit Wechselkursen selbst durch die Zentralbank eines großen Währungsraums aus.¹⁴ Gemäß Berechnungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1999, S. 117) betrug der durchschnittliche Dollar-**Tagesumsatz**¹⁵ auf Devisenmärkten 1998 1.741 Mrd. Dollar. Selbst unter Berücksichtigung der Tatsache, daß diese Zahl den Umsatz darstellt, der eine bestimmte Währung auf einer Seite einer Transaktion erscheinen läßt, so daß infolgedessen jede Transaktion zweimal gezählt wird, erscheinen die Zahlen beeindruckend. Verglichen mit den rund 350 Mrd. Euro betragenden Gold- und Währungsreserven des gesamten Eurosystems scheint die EZB nur wenig Feuerkraft gegen Devisenmarktangriffe zu besitzen.

Für ein klares Verständnis dieser Umsatzzahlen muß man allerdings wissen, wie Devisenmärkte organisiert sind. Zu ihren wichtigsten Merkmalen zählt das "**Marktmacher-**

¹⁴ Vgl. auch Eijffinger und Verhagen (1997, S. 2): "Es ist dagegen kaum wahrscheinlich, daß Zentralbanken eine signifikante Unausgeglichenheit bei Anlagevermögen bewirken können, seit die offiziellen Reservemengen vom Tagesumsatz auf den Devisenmärkten überragt werden."

¹⁵ Netto lokale Inter-Dealer-Doppelerfassung.

4.2 Zwei Richtungen der Interventionspolitik

Nichtsdestotrotz ist selbst unter Berücksichtigung der eigenen Devisenmarktlogik nicht auszuschließen, daß der EZB früher oder später die Reserven ausgehen. Für eine Einschätzung der Effektivität von Devisenmarktinterventionen ist es folglich ebenfalls besonders wichtig zu wissen, in welche Richtung eine Intervention erfolgt:

- Eine Zentralbank kann versuchen, ihrer eigenen Währung im Fall einer **Wertminderung** ein gewisses Niveau zu bewahren. Solch eine Verteidigung gegen Marktdruck hat im Rahmen konkreter Etatsbeschränkungen für Devisenreserven (und bestehender Kreditlinien mit anderen Zentralbanken und internationalen Einrichtungen) zu erfolgen. In einer solchen Situation sieht sich eine Zentralbank folglich immer mit dem Risiko konfrontiert, daß ihrer Wechselkurspolitik die Munition ausgeht. Da die Devisenmärkte eine solche Situation vorhersehen können, wird die Zentralbank empfänglich für „spekulative Angriffe“ in dem Ziel, das Ende der Reserven zu beschleunigen.
- Völlig anders ist die Situation, sobald eine Zentralbank versucht, eine **Wertsteigerung** ihrer Währung zu begrenzen. Dabei kauft sie Devisen gegen Zentralbank-Guthaben (in der eigenen Währung ausgestellt), das sie ohne Mengenbeschränkung liefern kann. Da grundsätzlich keine Etatsbeschränkungen bestehen, sind spekulative Angriffe keine echte Gefahr mehr.

Aus der Sicht der EZB ist es infolgedessen ein beträchtlicher Unterschied, ob ein steigender oder fallender Euro verteidigt werden soll. In der konkreten Situation der ersten sieben Monate des Jahres 1999 wäre es deutlich schwieriger gewesen, den Kurs zwischen Euro und Dollar zu stabilisieren, als in der nach wie vor hypothetischen Situation einer heftigen Dollar-Wertminderung.

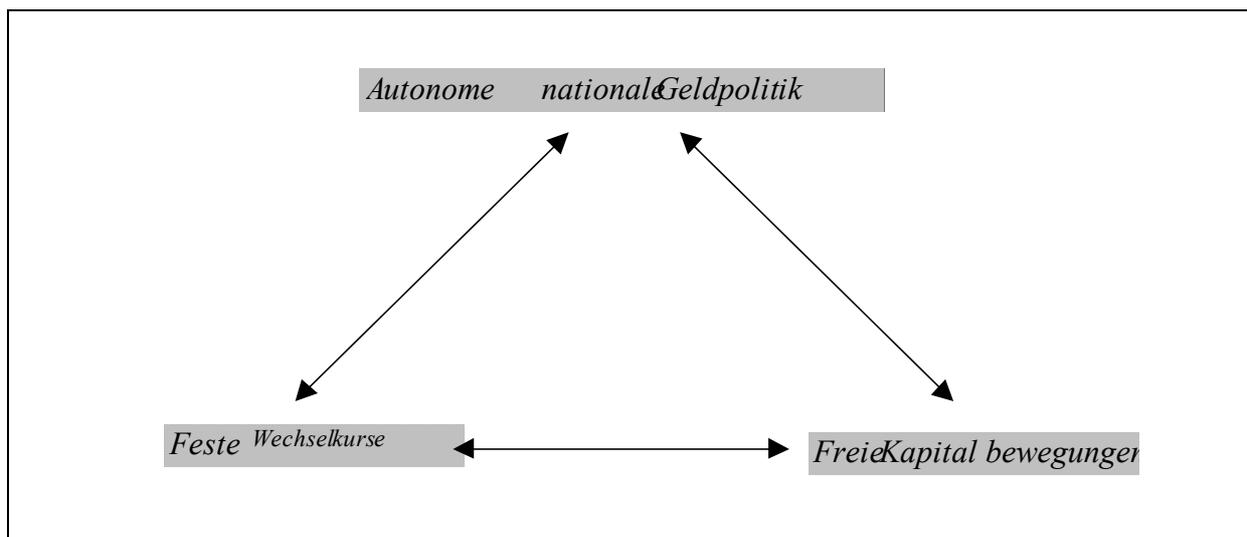
Kunden von Merrill Lynch rund 1 Mrd. \$. Die durchschnittliche Größe dagegen betrug ungefähr 4 Mio. \$. Diese Zahlen machen deutlich, daß die Zentralbank selbst mit einer relativ geringen Marktorder den Kurs eines einzigen Marktmachers zu beeinträchtigen vermag. Gilt dieser Marktmacher darüber hinaus als Empfänger von Marktordern der Zentralbank, übertragen Interdealer-Transaktionen diese Wirkung auf die Kurse anderer Dealer. ”

4.3 Devisenmarktoperationen und nationale Geldpolitik

Die bloße Tatsache, daß die EZB Dollar-Verluste gegenüber dem Euro zu verhindern vermag, bedeutet absolut nicht, daß eine solche Politik wünschenswert ist. In Anbetracht der Hauptverantwortlichkeit der EZB, für Preisstabilität zu sorgen, ist es wichtig zu prüfen, welchen Einfluß eine solche Interventionspolitik auf das Preisniveau im Euro-Währungsgebiet hat.

Für viele Ökonomen, aber auch für die EZB ist eine aktive Interventionspolitik unvereinbar mit einer autonomen Geldpolitik. Dargestellt ist diese Haltung im sogenannten **“Inkonsistenzdreieck”**, demzufolge es nicht möglich ist, feste Wechselkurse mit freien Kapitalbewegungen und autonomen Geldpolitiken zu kombinieren (Schaubild 3).

Schaubild 3: Inkonsistenzdreieck



Auf den ersten Blick klingt dies wirklich überzeugend: Devisenmarkt-Interventionen wirken sich nämlich direkt auf die Geldbasis (z. B. die Summe aus Geschäftsbankreserven plus Zentralbank- und Währungsvermögen) aus.

- Kauft die EZB Devisen bei einer Geschäftsbank, wird deren EZB-Konto in entsprechender Höhe kreditiert.¹⁷ Daraus resultiert ein Anstieg der Geldbasis im Euro-Währungsraum.
- Verkauft die EZB Devisen von einer Geschäftsbank, wird deren EZB-Konto in entsprechender Höhe debitiert. Daraus resultiert ein Rückgang der Geldbasis im Euro-Währungsraum.

Da die Geldbasis als wesentlicher Inputfaktor des nationalen Geldvorrat- (oder Kreditvorrat-) Prozesses betrachtet werden kann¹⁸, haben solche durch Interventionen herbeigeführte Veränderungen der Geldbasis weitreichende Konsequenzen für die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets. Der Versuch beispielsweise, eine Wertsteigerung zu begrenzen, würde mit einem Anstieg der nationalen Geldbasis assoziiert werden. Isoliert gesehen hätte eine solche Interventionspolitik de facto inflationäre Auswirkungen.

In der Praxis dagegen suchen die meisten Zentralbanken die Auswirkungen von Interventionen auf die Geldbasis zu neutralisieren, zu “**sterilisieren**”, um die Kurse der eigenen Währung konstant zu halten. Möglich ist dies

- im Fall einer **Vergrößerung** der Geldbasis durch Verringerung der Kredite, welche die Zentralbank Geschäftsbanken anbietet, und/oder indem sie Geschäftsbanken zinstragende Spareinlagen anbietet, die für die nationale Kreditexpansion nicht verwendet werden dürfen. Für diesen konkreten Zweck hat die EZB ein neues Instrument, die „Einlagefazilität“, zu ihrer eigenen Verfügung gebildet. Im Falle massiver Interventionen bestimmt der Zinssatz dieser Einlagefazilität die Geldmarktkurse im Euro-Währungsgebiet.
- für den Fall eines **Rückgangs** der Geldbasis: den Geschäftsbanken werden dann zusätzliche Kredite eingeräumt. Arbeitet eine Zentralbank mit Refinanzierungsfazilitäten

¹⁷ Was nicht hundertprozentig richtig ist: Die Handelsbanken im Euro-Währungsgebiet unterhalten nämlich Konten mit den Landeszentralbanken, nicht aber direkt mit der EZB.

¹⁸ Vgl. Bofinger et. al (1999).

(bei der EZB die "Spitzenrefinanzierungsfazilität") ist für diesen Ausgleich automatisch gesorgt.

Es muß bemerkt werden, daß **Sterilisation** hier als eine Politik definiert wird, die den nationalen Geldmarkt unverändert läßt.¹⁹ Dies stimmt überein mit der weitverbreiteten Ansicht, daß nationale kurzfristige Kurse das hauptsächliche Ziel für geldpolitische Operationen und damit die treibende Kraft für den gesamten geldpolitischen Transmissionsprozeß sind.²⁰ Mit dieser Definition des Begriffs „Sterilisation“ ist es möglich, Euro- und Dollar-Geldvorräte anzulegen. Sollte beispielsweise der Euro Gegenstand von Spekulation werden, so würden internationale Anleger höhere Bestände kurzfristiger Euro-Einlagen und weniger Dollar-Einlagen halten oder sogar kurzfristige Dollar-Außenstände eingehen). Diese Veränderungen bei den Geldvorräten wirken sich insofern nicht auf die heimische Wirtschaft aus, als das Vermögen lediglich spekulativen Zwecken dient.

Die Erfahrungen der **Deutschen Bundesbank** zeigen, daß eine große Zentralbank selbst extrem große Interventionsvolumen sterilisieren kann. Als die ERM im Herbst 1992 und Sommer 1993 in der Krise stak, sterilisierte die Bundesbank Beträge von 92 Mrd. DM (September 1992) bzw. 60 Mrd. DM (im Juli 1993, über die Hälfte davon am 30. Juli 1993). Trotz dieser heftigen Interventionen hätten die kurzfristigen Kurse folglich ständig auf den Niveaus gehalten werden können, die vom Repo- und Diskontsatz der Bundesbank bestimmt wurden.²¹

Um den Euro vor einem Wertzuwachs gegenüber dem Dollar schützen zu können, verfügt die EZB mit ihrer Einlagefazilität über ein Interventionsinstrument, das es gestattet, nationale Geldmarktkurse exakt auf dem Niveau zu halten, das für die Wahrung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet nötig ist. Da dieser Fazilität keine Grenzen gesetzt sind, können dergleichen Interventionen die Geldkonditionen im Euro-Währungsgebiet nicht beeinträchtigen. Dies veranlaßt zu dem wichtigen Schluß, daß Devisenmarktinterventionen zur Verhinderung einer exzessiven Euro-Wertsteigerung das Ziel der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet nicht gefährden dürften.

¹⁹ Eine andere Definition geben Dominguez und Frankel (1993, S. 1356): "Die Fachliteratur stützt sich auf den Unterschied zwischen sterilisierten und solchen Interventionen, die den Geldvorrat verändern dürfen."

²⁰ Siehe auch Kapitel 10 bei Walsh (1998).

Die Schaubilder 2 und 3 zeigen die Mechanismen sterilisierter Interventionen für eine deutlich vereinfachte EZB-Bilanz. Ausgangspunkt ist, daß der Interventionsbetrag (4.000 Euro) über den Krediten liegt, welche die EZB Geschäftsbanken erteilt hat (1.000 Euro). Infolge der Sterilisation fallen diese Kredite auf Null, die überschüssige Liquidität fließt in die Einlagefazilität. Dazu ist zu bemerken, daß die Geldbasis und folglich auch die nationalen Geldmarktkurse absolut unangetastet bleiben.

Tabelle 2: Vereinfachte EZB-Bilanz vor einer sterilisierten Intervention

Devisenreserven	1.000	Geschäftsbankreserven	500
Kredite an nationale Geschäftsbanken	1.000	Währungsumlauf	1.500

Tabelle 3: Vereinfachte EZB-Bilanz nach einer sterilisierten Intervention (4.000 Euro)

Devisenreserven	5.000	Geschäftsbankreserven	500
Kredite an nationale Geschäftsbanken		Währungsvermögen	1.500
		Einlagefazilität	3.000

Folglich darf geschlußfolgert werden, daß die EZB ständig – auch bei extrem starkem Druck seitens des Marktes - in der Lage ist, den Euro vor einem **Wertzuwachs** gegenüber dem Dollar zu schützen.

- Da sie Dollar kauft und Zentralbank-Einlagen in Euro liefert, bestehen für die Interventionen der EZB keinerlei Etatsbeschränkungen.
- Mit ihrer (unbegrenzten) Einlagefazilität kann sie jederzeit die durch solche Interventionen geschaffene übermäßige Liquidität halten. Der Einlagefazilitätszins ermöglicht, die Geldkurse im Euro-Währungsgebiet unabhängig von der Interventionspolitik festzulegen.

²¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (1993a, S. 23) und Deutsche Bundesbank (1993b, S. 17).

In dieser konkreten Situation verschaffen sterilisierte Interventionen der EZB zusätzliche Handlungsfreiheit. Sie darf die nationalen Zinsen zeitgleich mit einer Obergrenze für den Wechselkurs zwischen dem Euro und dem Dollar anvisieren. Bei einer Euro-**Wertminderung** sähe die Interventionspolitik der EZB weit schwieriger aus, da sie nämlich durch eine vorgegebene Devisenreservensumme gebunden wäre. Folglich ist die Glaubwürdigkeit solcher Interventionen von vornherein deutlich geringer.

Es sollte angemerkt werden, daß die “zeichengebende Wirkung” sterilisierter Interventionen wie häufig in der Literatur erörtert nicht relevant ist:

“Gemäß dieser ‘Zeichengabe-Hypothese’ können Devisenmarkt-Operationen der Zentralbank für die Anzeige von bevorstehenden Veränderungen in der Geldpolitik genutzt werden.” (Vitale 1997, S. 2)

Da sterilisierte Interventionen eine nationale Geldpolitik unabhängig von der Wechselkurspolitik zulassen, können sie nur für den weiteren Wechselkurs zeichengebende Wirkung besitzen, nicht aber für weitere nationale geldpolitische Handlungen der Zentralbank. Wird die zeichengebende Wirkung dagegen als Signal für den weiteren Wechselkurs verstanden (Dominguez und Frankel 1993, S. 1356), dann kann das Konzept sterilisierter Interventionen extrem starke Wirkung haben, sofern es in einem Umfeld mit an Wertzuwachs gewinnender Inlandswährung zum Tragen kommt. In dieser Situation könnte die EZB glaubhaft deutlich machen, daß sie Valuta über den Portfolio-Kanal unbegrenzt zu absorbieren in der Lage ist. Bei einer solch starken zeichengebenden Wirkung ist über den Portfolio-Kanal sehr wahrscheinlich nur geringe Intervention erforderlich.

4.4 Die Kosten von sterilisierten Interventionen

Ein großes Problem der sterilisierten Interventionen ist es, daß sie nicht immer ein „freies Essen“ sind. Die Kosten sterilisierter Interventionen wirken sich direkt auf die Gewinne einer Zentralbank aus. Sie werden von drei Faktoren bestimmt:²²

²² Eine andere Definition der Kosten von sterilisierten Interventionen geben Eijffinger und Verhagen (1997, S. 6): “Diese Kosten lassen sich mit Transaktionskosten und der Tatsache erläutern, daß die Zentralbank auf ihre Käufe (Verkäufe) von Devisen Verluste schreibt, wenn sie in ihrem Versuch, die Landeswährung vor einem Wertzuwachs (einer Wertminderung) zu schützen, erfolglos bleibt”. Daß diese Definition nicht korrekt ist, scheint offensichtlich.

- den **Zinssatz ausländischen Vermögens**, das die Zentralbank im Rahmen der Intervention kauft. Da Zentralbanken ihre Reserven gemeinhin in liquider Form investieren, entspricht dieser Zinssatz mehr oder weniger dem ausländischen Geldkurs.
- den **Zinssatz der Einlagefazilität**, wobei die nationalen Geschäftsbanken ihre überschüssige Liquidität investieren. Da der Zinssatz der Einlagefazilität den nationalen Geldkurs treffen soll, ist er diesem extrem nahe oder entspricht ihm.
- dem durch den Anstieg oder Rückgang des Kurses von Vermögen, das die Zentralbank über ihre Interventionen kauft, hervorgerufenen **Valutierungsverlust oder –gewinn**.

Im weiteren befaße ich mich eingehender mit dem Devisenankauf einer Zentralbank im Hinblick darauf, eine übertriebene Wertsteigerung ihrer Währung zu vermeiden.

Das Zinsgefälle zwischen den in- und ausländischen Geldkursen ist ganz klar ein ausschlaggebender Faktor für die Kosten oder Gewinne von sterilisierten Interventionen. Dabei sind zwei Fälle zu unterscheiden:

Liegt ein Inlandskurs **unter** dem Auslandskurs, greift die Zentralbank auf die sterilisierte Intervention zurück. Der Zinsertrag, den sie aus ihrem ausländischem Vermögen zieht, liegt über den Zinskosten für die Einlagefazilität. Solange der Wechselkurs konstant ist, können Valutierungsgewinne oder –verluste außer acht gelassen werden. Für die nahe Zukunft sähe sich eine auf eine Obergrenze für den Dollar-Kurs des Euro abzielende Interventionspolitik der EZB dieser – doch ziemlich attraktiven – Situation gegenüber. Da die EZB einem Dollar-Rückgang jederzeit vorbeugen kann, wären die Gefahren von Valutierungsverlusten äußerst gering. Sollte ihre Intervention zu einem Dollar-Anstieg führen, würde sie sogar Valutierungsgewinne schreiben.

Die Situation ist weitaus schwieriger, sobald der Inlandzinssatz **über** dem ausländischen Satz liegt. Die sterilisierte Intervention wird dann mit ständigen Verlusten der Zentralbank gleichgesetzt. In der Vergangenheit sahen sich diverse Zentralbanken (darunter die Tschechische Nationalbank bis zur Koruna-Krise im Mai 1997) mit diesem Problem konfrontiert. Da sich diese Kosten nicht unbegrenzt tragen lassen, haben die sterilisierten

Interventionen mit Etatsbeschränkungen zu kämpfen. Ähnlich Etatsbeschränkungen bei bestimmten Reservebeträgen droht eine Interventionspolitik dadurch empfänglich für spekulative Angriffe zu werden.

Dieses Problem läßt sich relativ problemlos lösen, da der Zinssatzverlust jederzeit durch einen Valutierungsgewinn ausgeglichen werden kann. Was eine Fokussierung des Wechselkurses seitens der Zentralbank derart erfordert, daß die Landeswährung folgend dem herrschenden Zinsgefälle gegenüber der Auslandswährung fällt. Die Logik dieses Vorgehens läßt sich anhand der Situation erklären, die im ersten Halbjahr 1999 herrschte. Nehmen wir an, die Fed hätte versucht, den Euro mittels einer sterilisierten Intervention von maximal 1,00 Dollar je Euro vor einer Abwertung gegenüber dem Dollar zu bewahren.²³ Mit einem Zinsgefälle von 1,75 % bis 2,25 % zugunsten des Dollar hätte die Fed Verluste geschrieben. Dies hätte durch Anpassung des Wechselkursziels in Form einer dem Zinsgefälle exakt entsprechenden Wertminderung des Dollar gegenüber dem Euro verhindert werden können. Bei einer angenommenen Grenze von 1,00 Dollar je Euro hätte die Fed beispielsweise die Anpassung der Grenze nach spätestens einem Jahr auf etwa 1,02 Dollar ankündigen müssen. Solch ein Wechselkurspfad wäre möglich gewesen, da eine Zentralbank grundsätzlich befugt ist, ihre eigene Währung anhand sterilisierter Interventionen fallen zu lassen. Sterilisierte Interventionen können also grundsätzlich gratis, aber auch unrentabel sein, wenn eine Zentralbank den Wechselkurs auf einen Pfad ausrichtet, der vom herrschenden Zinsgefälle vorgegeben wird.

Im ersten Fall, der von über den Auslandskursen liegenden Inlandskursen gekennzeichnet ist, wäre eine solche Regel überflüssig. Dennoch scheint ihre Befolgung auch unter solchen Bedingungen ratsam. Angenommen, die EZB setzt ihre obere Interventionsgrenze bei 1,25 Dollar je Euro an. Wird dieses Ziel über einen längeren Zeitraum als glaubwürdig angesehen, würden in den USA höhere Zinssätze als im Euro-Währungsgebiet den Kassakurs dem Zinsgefälle entsprechend unter diese Grenze drücken.²⁴ Bei dem aktuellen Zinsgefälle von

²³ Auch aus der Sicht der Fed wäre dies ein oberer **Grenzwert** gewesen. Mit einer Grenze von 1,00 Euro je Dollar hätte sie **unter** 1,00 Dollar je Euro liegende Kurse – was aus Dollar-Sicht des Dollar **mehr** als 1,00 Euro je Dollar entspräche – verhindert.

²⁴ Dies entspricht der Logik der “offenen Zinsparitätstheorie”. Gemäß dieser Theorie kommt der Unterschied zwischen dem erwarteten und dem aktuellen Wechselkurs (geteilt durch den Kassakurs) dem Unterschied zwischen dem in- und ausländischen Zinssatz gleich.

rund 2,75 Basisprozentpunkten ergäbe sich ein Kassakurs von 1,2165 Dollar. Damit läge die aktuelle Grenze unterhalb des Zielniveaus. Dies ließe sich vermeiden, wenn die EBZ ihre Bereitschaft ankündigte, ihre obere Grenze entsprechend dem Zinsgefälle anzupassen.

4.5 Wirksamkeit von sterilisierten Interventionen

Die Analyse meiner Arbeit zeigt, daß eine generelle Beurteilung der Wirksamkeit von sterilisierten Interventionen nicht möglich ist. Es ist ein großer Unterschied, ob eine Zentralbank versucht, eine obere Grenze (zur Verhinderung einer Wertsteigerung ihrer Währung) oder eine untere Grenze (zur Verhinderung einer Wertminderung) zu vermeiden. Jeder Versuch, gegen eine Abwertung anzukämpfen, ist durch Etatsbeschränkungen bei einem bestimmten Reservebetrag mit negativen zeichengebenden Eigenschaften gefährdet. Völlig anders sieht die Situation bei einer Wertsteigerung der Landeswährung aus. In diesem Fall ist die zeichengebende Wirkung einschneidend und mindert das Erfordernis, größere ausländische Währungsbeträge ankaufen zu müssen.

Diese Einschätzung ist nicht hundertprozentig vereinbar mit älteren Informationen über sterilisierte Interventionen, die Dominguez und Frenkel (1993, S. 1356) folgendermaßen zusammenfassen:

“Bis vor kurzem zeigte sich unter Ökonomen ungewöhnlich viel Konsens dahingehend, daß eine Zentralbank-Intervention auf den Devisenmärkten kein wirksames oder haltbares Instrument bot, um den Wechselkurs verändern zu können, zumindest nicht unabhängig von der Geldpolitik.”

Diese Sicht wird aber nicht nur in neueren Publikationen (darunter Dominguez und Frenkel 1993, Vitali 1997, Fatum und Hutchison 1999) vertreten, sie fußt auch auf der konkreten Art und Weise der Durchführung solcher Interventionen. Trotz öffentlich angekündigter Wechselkursziele erfolgten die meisten dieser Interventionen im Geheimen, so daß die zeichengebende Wirkung nicht zum Tragen kommen konnte.²⁵ Außerdem war die Zentralbank lediglich mit relativ geringen Beträgen zu Interventionen bereit.²⁶ In der

²⁵ Dominguez (1998, S. 161) kommt zu dem Schluß: “Offene Interventionen Mitte der 80er Jahre haben die Wechselkurs-Volatilität offenbar verringert (...).”

²⁶ vgl. Dominguez und Frenkel (1993, S. 1357): “(...) die koordinierte Interventionstätigkeit zur Stützung des Dollar in der Zeit von Januar 1985 bis Dezember 1988 belief sich auf durchschnittlich 278,5 Mio. \$, der koordinierte Verkauf von Dollar dagegen auf durchschnittlich 373,2 Mio. \$.”

bisherigen Fachliteratur wird auch die Tatsache nicht berücksichtigt, daß es keinen Unterschied macht, ob Interventionen bei einer Wertminderung oder -steigerung der Landeswährung erfolgen.

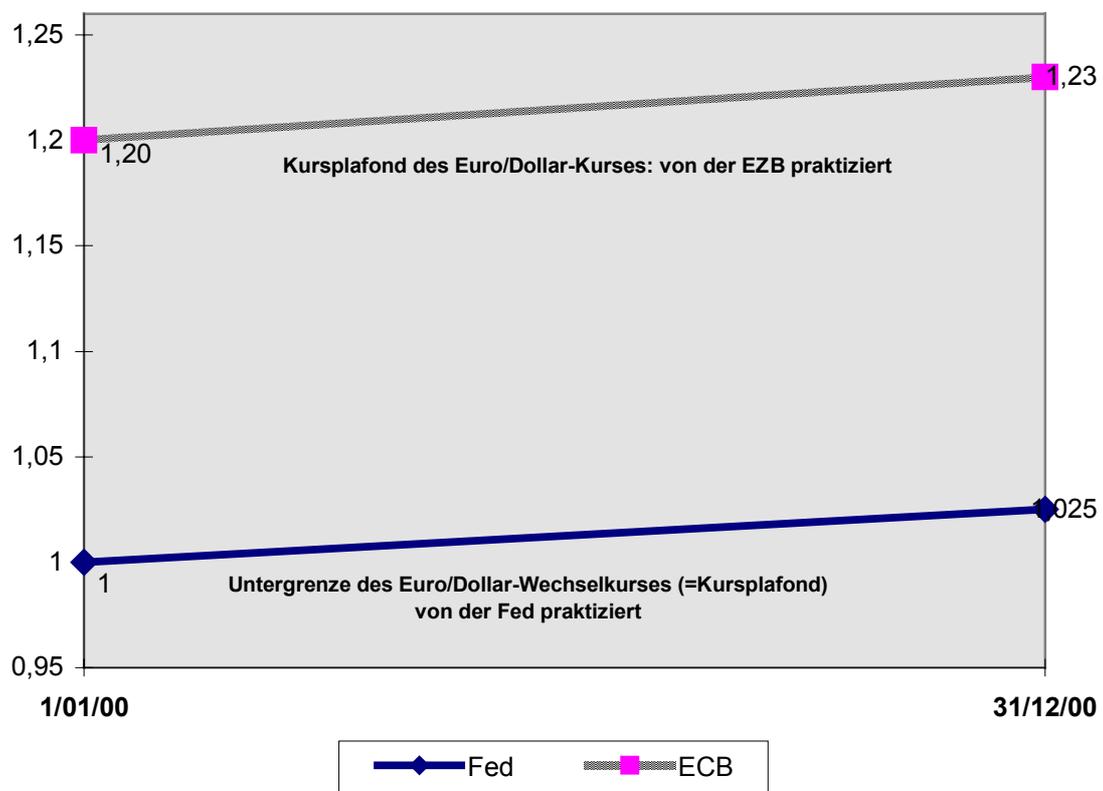
5. Bilaterale Vereinbarungen in der Interventionspolitik

Meine Arbeit zeigt, daß die EZB ständig in der Lage wäre, eine ungerechtfertigte Wertsteigerung des Euro gegenüber dem Dollar (aber auch anderen Währungen, wie z. B. das Pfund Sterling oder der Yen) zu vermeiden. Es wird deutlich, daß eine solch einseitige Wechselkurspolitik ohne die Gefährdung des Preisstabilitätsziels zu Wachstum und Beschäftigung führen kann. Bei einer unkontrollierten **Wertminderung** des Euro dagegen ist der Handlungsspielraum der EZB deutlich geringer. Zu einer verständlicheren Darstellung würde folglich eine bilaterale Vereinbarung der Vereinigten Staaten mit dem Euro-Währungsgebiet gehören, die eine ein übermäßiges Schwanken des Wechselkurses zwischen dem Euro und dem Dollar im Rahmen haltende Bandbreite zum Ziel hat. Festgelegt sähen sich die Bandbreiten

- von der EZB an der oberen Grenze des Wechselkurses zwischen dem Euro und dem Dollar, beispielsweise bei 1,20 Dollar je Euro und
- von der Fed an einem niedrigeren Wert des Wechselkurses zwischen dem Euro und dem Dollar, aber entsprechend einer oberen Grenze, z. B. 1,00 Dollar je Euro.

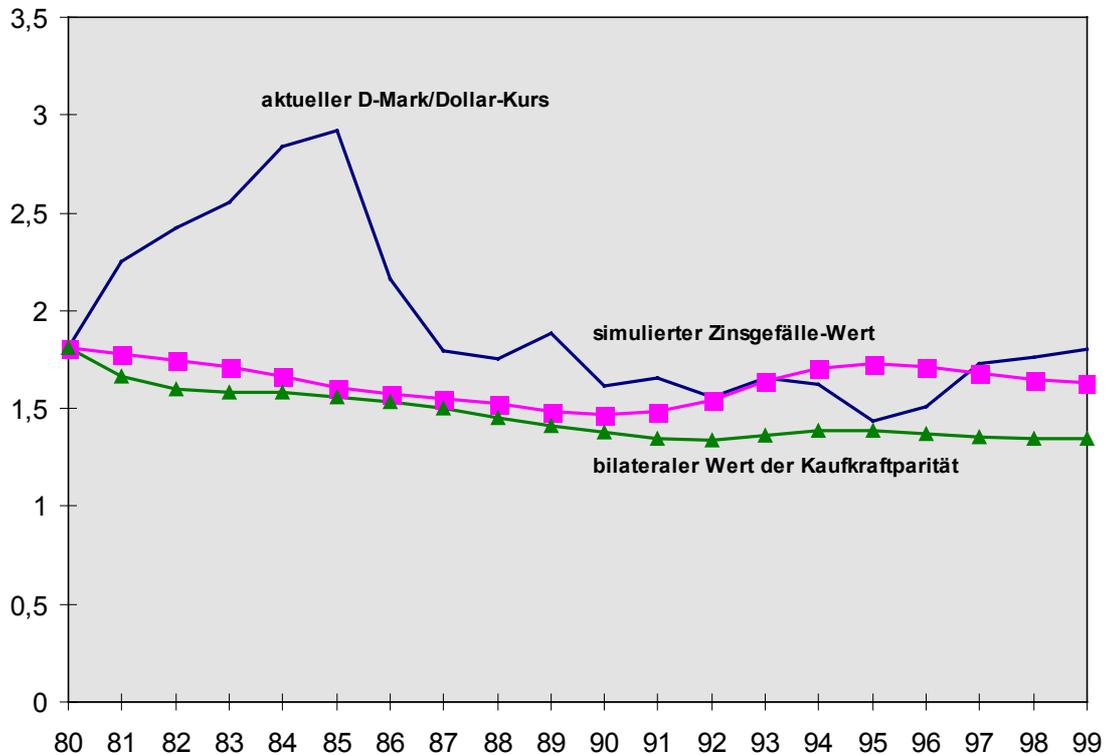
Die Bandbreite würde die begrifflichen Schwierigkeiten bei der Findung ausgewogener Wechselkurse berücksichtigen. Wie bisher aufgezeigt wurde, wären beide Zentralbanken in der Lage, die jeweiligen Grenzen auch gegen heftigste Angriffe auf die ausländischen Devisenmärkte zu verteidigen. Um solche Interventionen vor Kosten zu schützen, wären die Grenzen auf längere Sicht gemäß dem herrschenden kurzfristigen Zinsgefälle anzupassen. Dies würde dazu führen, daß sich die bilaterale Bandbreite des Wechselkurses zwischen Euro und Dollar von dem herrschenden Zinsgefälle bestimmt sieht. Schaubild 4 zeigt eine hypothetische bilaterale Vereinbarung mit Wirkung zum 1. Januar 2000.

Schaubild 4: Hypothetische Bandbreite des Wechselkurses zwischen Euro und Dollar



Die Schaubilder 5 und 6 zeigen, was eine solche Regel für die D-Mark/Dollar- und Yen/Dollar-Kurse in der Vergangenheit bedeutet hätten. Vor allem hätte sie die größten Fehlanpassungen verhindert und einen Pfad nahe dem gewiesen, wie er sich aus den bilateralen Inflationsgefällen errechnen lässt. Da Inflationsraten zu den wichtigsten Determinanten des Nominalzinses zählen, ist ein solches Ergebnis nicht überraschend. Die wichtige Rolle der Taylor-Regel zeigt die zyklische Position wie mit der Produktionslücke – ein weiterer wichtiger Faktor kurzfristiger Zinssätze im Euro-Währungsraum wie in den Vereinigten Staaten (Bofinger 1999) - gemessen. Somit würde die Bandbreite den Unterschieden in der zyklischen Position der Vereinigten Staaten und des Euro-Währungsgebiets entsprechende Fluktuation zeigen.

Schaubild 5: Simulation des D-Mark/Dollar-Kurses anhand des Zinsgefälles

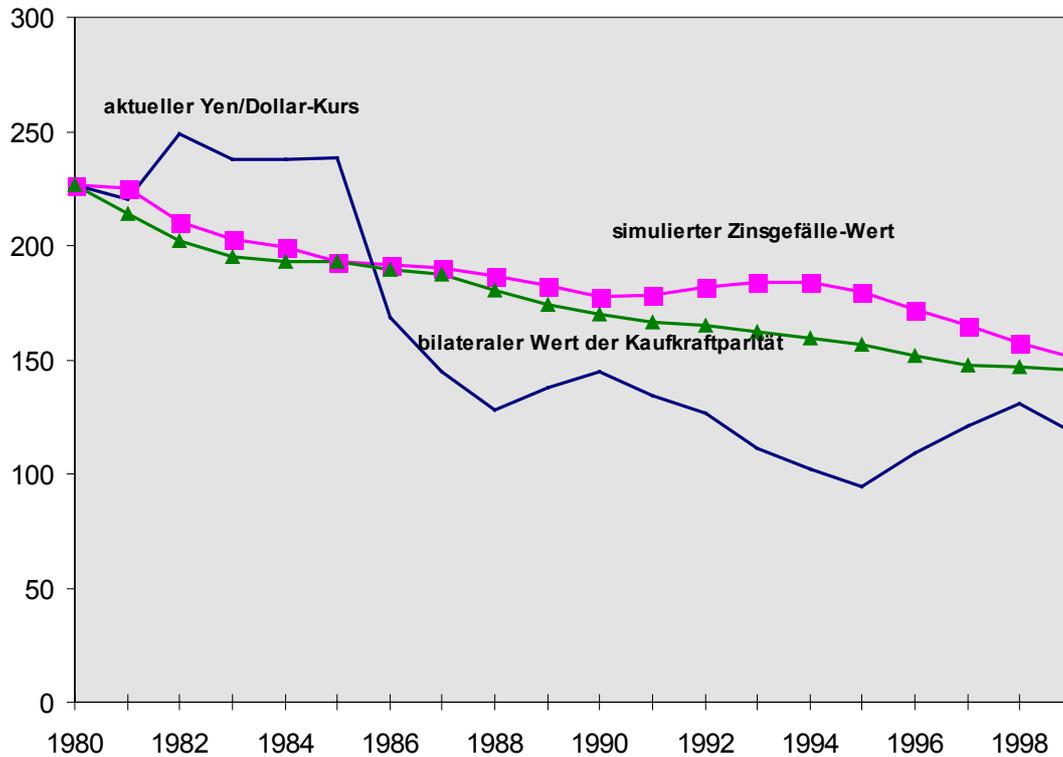


Als bilaterale Vereinbarung hätte das aufgezeigte Schema den Vorteil, schwere Fehlanpassungen des Dollar/Euro-Kurses zu verhindern. Parallel dazu gäbe es der Fed und der EZB die Möglichkeit, kurzfristige Zinssätze unter Berücksichtigung der (herrschenden oder erwarteten) Inflationsrate und der in ihren Wirtschaften vorhandenen Produktionslücke festzulegen. Eine wichtige Vorbedingung jeglicher bilateralen Vereinbarung bezüglich der Wechselkursstabilisierung ist selbstverständlich eine **stabilitätsorientierte Steuer- und Geldpolitik** in beiden Währungsräumen. In den späten 60er und frühen 70er Jahren war diese Vorbedingung nicht gegeben, heute wird sie in den Vereinigten Staaten wie im Euro-Währungsraum gewährt.

Eine solche bilaterale Vereinbarung läßt sich auch auf die Beziehungen zwischen Japan und den Vereinigten Staaten anwenden. Eine glaubwürdige Grenze für den Yen-Anstieg

gegenüber dem Dollar wäre eine schlichte, aber äußerst wirksame Möglichkeit, das Vertrauen der japanischen Unternehmen und Haushalte zu stabilisieren.²⁷

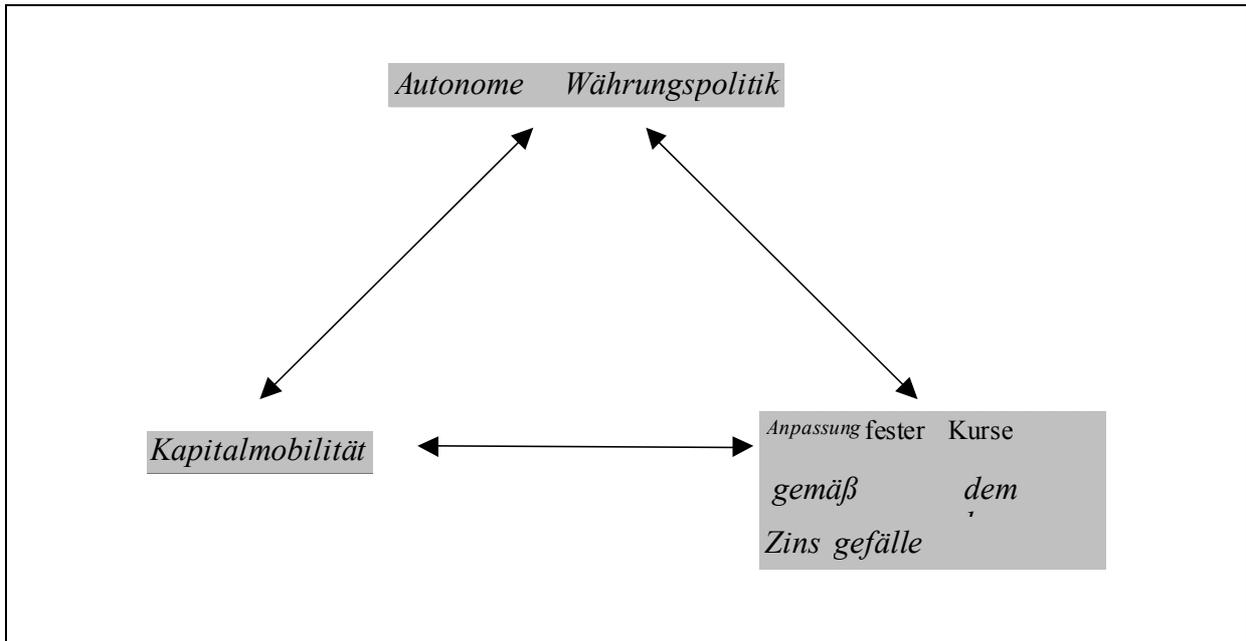
Schaubild 6: Simulation des Yen/Dollar-Kurses anhand des Zinsgefälles



Wird der vorgeschlagene Rahmen in bilateraler Richtung angewandt, bietet er einen Ausweg aus dem „Inkonsistenzdreieck“. Die einzige Veränderung ist bei den „festen Wechselkursen“ vorzunehmen. Werden „feste Kurse“ als „entsprechend dem Zinsgefälle angepaßte feste Kurse“ definiert, dann wird aus dem „Inkonsistenzdreieck“ ein „Konsistenzdreieck“. Dieses ermöglicht eine Kombination von autonomen Geldpolitiken und freien Kapitalbewegungen bei Wechselkursen, die ausschließlich gemäß den im Normalfall recht niedrigen Zinsgefällen angepaßt werden.

²⁷ Siehe auch Wolf (1999).

Schaubild 7: Konsistenzdreieck



6. Schluß

Diese Arbeit zeigt, daß eine aktive Wechselkurspolitik der EZB ohne Gefährdung der Preisstabilität absolut möglich ist. Mit dem Instrument der sterilisierten Intervention ist die EZB in der Lage, einen großen realen Euro-Wertzuwachs zu vermeiden und parallel dazu eine Zinspolitik zu betreiben, die auf Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet ausgelegt ist. Die vorgestellten Überlegungen sind natürlich nur als ein erster Entwurf einer solchen Politik zu verstehen, machen aber deutlich, daß die Wechselkurspolitik der EZB ein Thema ist, das deutlich mehr Diskussion und Analyse verdient als in der Vergangenheit. Besonders gilt dies, da die Verantwortungen von EZB und Rat in dieser Domäne nicht eindeutig abgesteckt sind. Nur eine zeitliche Klärung der Beziehungen zwischen Preisstabilität und Interventionspolitik kann helfen, eine schwierige und vermutlich schädliche Debatte in Krisenzeiten zu vermeiden.

Schwerpunkt der Arbeit ist die Betrachtung der Interventionsmechanismen. Deswegen wurde nicht der Versuch unternommen, neue Schätzungen für einen ausgewogenen Wechselkurs zwischen Euro und Dollar anzustellen. Bevor eine aktive Wechselkurspolitik implementiert werden kann, ist eine gründliche empirische Analyse dieser Frage vonnöten.

Quellen

ASSOCIATION FOR THE MONETARY UNION OF EUROPE (1999), *The euro as an international currency*, Paris.

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH (1999), *69. Jahresbericht*, Basel

BOFINGER, PETER (1999), *The conduct of monetary policy by the European Central Bank according to article 105 of the Treaty versus the real economy*, Briefing paper für den Unterausschuß „Währungsfragen“ des Europäischen Parlaments. Internet: www.europarl.eu.int/dg2/ECON/EMU/EN/default.htm

BOFINGER, PETER, JULIAN REISCHLE, ANDREA SCHÄCHTER (1999), The money supply process: A model for large economy, in: *Transmissionsmechanismen der Geldpolitik*, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, NF 264, verlegt bei Hans Baltensperger, Berlin, 1999, S. 29-54.

DEUTSCHE BANK RESEARCH (1999), *Economic and financial outlook*, Juni 1999, Frankfurt am Main.

DEUTSCHE BUNDESBANK (1993a), *Monatsbericht*, Januar 1993.

DEUTSCHE BUNDESBANK (1993b), *Monatsbericht*, September 1993.

DOMINGUEZ, KATHRYN (1998), “Central bank intervention and exchange rate volatility“, *Journal of Money and Finance*, Bd. 17, S. 161-190.

DOMINGUEZ, KATHRYN und JEFFREY FRENKEL (1993), “Does foreign exchange intervention matter? The Portfolio effect“, *American Economic Review*, Bd. 83, Nr. 5, S. 1356-1367.

DUISENBERG, WILLEM (1999), *The euro, the dollar and national economic policies: what room for manoeuvre?*; Rede zum Euro, J+80-Konferenz am 25. März 1999 in Paris. Internet: www.ecb.int

EIJFFINGER, SYLVESTER und WILLEM VERHAGEN (1997), *The advantage of hiding both hands: Foreign exchange intervention and private information*, mimeo.

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (1999), *The stability oriented monetary policy of the Eurosystem*, Monatsbericht, Januar 1999, S. 39-50.

FATUM, RASMUS und MICHEAL HUTCHISON (1999), *Is sterilized intervention effective after all? An event study approach*, mimeo.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (1999), *World economic outlook*, Washington D.C. Mai 1999,

ISARD, PETER (1995), *Exchange Rate Economics*, Cambridge Surveys of Economic Literature, Cambridge.

- ISSING, OTMAR (1999), *The Euro – a stable currency for Europe*, Rede bei der SUERF-Konferenz am 10. Juni 1999 in Athen. Internet: www.ecb.int
- JOHNSON, HARRY (1972), The Case for Flexible Exchange Rates 1969, in: *Further Essays in Monetary Economics*, Cambridge, S. 198-228.
- MCKINNON, RONALD (1999), *Wading in the yen trap*, Economist, 24. Juli 1999, S. 77-79.
- MCKINNON, RONALD und KENICHI OHNO (1997), *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict Between the United States and Japan*, MIT Press, 1997.
- NURKSE, RAGNAR (1944), *International Currency Experience*, Liga der Nationen.
- TAYLOR, JOHN (1998), *The Robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the European Central Bank*, Institut für internationale Wirtschaftsstudien, Universität Stockholm, Seminarbericht 649. Internet: www.iies.su.se
- TIETMEYER, HANS (1999), *The Euro: the New Common Currency*; Ansprache anlässlich der von der Stiftung VSB, Utrecht's Nieuwsblad/Amersfoorts Courant und der Hogeschool van Utrecht finanziell geförderten siebten Europa-Lesung. Utrecht, 29. März 1999.
- VITALE, PAOLO (1997), *Sterilisierte central bank intervention in the foreign exchange market*, mimeo.
- WALSH, CARL (1998), *Monetary theory and policy*, Cambridge, Massachusetts und London.
- WILLIAMSON, JOHN (1999), *Crawling bands or monitoring bands: How to manage exchange rates in a world of capital mobility*, in Kürze bei International Finance.
- WOLF, MARTIN (1999), Washington D.C. "Off target", *Financial Times*, 3. Februar 1999, S. 14.
- WREN-LEWIS, SIMON (1998), *Exchange rates for the dollar, yen and euro*, Institute for International Economics, International Economics Policy Briefs, Internet: www.iie.com/NEWSLETR/news98-3.htm