

# Strategien und Instrumente zur Stabilisierung der Wechselkursentwicklung

Impulsreferat für Sitzung der Kommission „*Internationale Finanzmärkte*“  
am 2. März 2001 in Berlin

Professor Dr. Peter Bofinger, Universität Würzburg

## 1. Der währungspolitische Status quo

Für eine Diskussion wechselkurspolitischer Strategien erscheint es sinnvoll, zunächst einmal vom Status quo auszugehen. Dabei lassen sich heute drei wichtige Grundlinien erkennen:

- Nur wenige Länder betreiben konsequent und über längere Zeit die Politik eines „reinen Floating“. Dieser Ansatz ist dadurch gekennzeichnet, dass der Wechselkurs ausschließlich vom Devisenmarkt determiniert wird. Wichtigster Indikator für eine solche Strategie ist eine Konstanz der Devisenreserve der Notenbank.
- Auch die diametral entgegengesetzte Konzeption eines *absolut festen Wechselkurses*, wie auch die weniger stringenten Varianten (feste, aber anpassungsfähiger Kurse oder vorangekündigte Abwertungspfade im Sinne eines „Crawling Peg“) werden derzeit nur von relativ wenigen Länder angewendet. Dabei handelt es sich überwiegend um sehr kleine Volkswirtschaften. Kennzeichnend für alle Formen eines festen Wechselkurses ist zum einen die Determination des Wechselkurses durch die Notenbank, zum anderen eine mehr oder weniger verbindliche Ankündigung über das zukünftige Niveau des Wechselkurses.
- Eindeutig im Vordergrund steht heute die Strategie des „Managed Floating“. Dieser Ansatz unterscheidet sich vom „reinen Floating“ dadurch, dass die Notenbanken teilweise massiv am Devisenmarkt intervenieren. Es handelt sich als nicht um ein System eines marktbestimmten Wechselkurses. Gegenüber allen Varianten der festen Wechselkurse zeichnet sich das „Managed Floating“ dadurch aus, dass die Notenbanken keine Vorankündigungen darüber machen, welche Kurspfade sie ansteuern. Vereinfacht dargestellt ähnelt die Politik des „Managed Floating“ der typischen Zinspolitik einer

Notenbank: der kurzfristige Zins wird von der Notenbank gezielt gesteuert, ohne dass sie den Märkten eine Vorankündigung über den von ihr angestrebten Zinspfad gibt.

Die Dominanz des „Managed Floating“ bedeutet somit nicht, dass die Weltwährungsordnung heute durch eine Marktdetermination der Wechselkurse gekennzeichnet ist. Die währungspolitische Realität des Jahres 2001 ist vielmehr eine Welt, in der die meisten Notenbanken ganz gezielt Wechselkurse steuern und Wechselkurspfade gestalten. Für die weltwirtschaftliche Stabilität wie auch für die Stabilität einzelner Länder und Regionen ist es deshalb von entscheidender Bedeutung, wie im Regime des „Managed Floating“ konkret Wechselkurspolitik betrieben wird.

## **2. Gründe für die “fear of floating”**

Die allgemein sehr reservierte Haltung gegenüber einer Politik des „reinen Floating“ ist relativ einfach zu erklären. Wie Euroland haben viele Länder die Erfahrung machen müssen, dass ein frei-flexibler Wechselkurs über längere Zeiträume den Kontakt zu den fundamentalen makroökonomischen Faktoren verlieren kann.

Dies kann man zum Beispiel am Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs und den BIP-Wachstumsdifferenzen belegen. Schaubild 1 zeigt die Veränderungen des DM/Dollar-Wechselkurs und das Wachstumsdifferential zwischen Deutschland von 1973 bis 1998 und daran anschließend für den Euro/Dollar-Wechselkurs und das Wachstumsdifferential zu Euroland. Dabei wird deutlich, dass es keinen stabilen Zusammenhang zwischen beiden Größen gibt. Für die Jahre von 1995 bis 2000 ist besonders auffällig, dass sich bei nahezu unveränderter Wachstumsdifferenz (zwischen 1,5 und 2,2 %) enorme Schwankungen des Dollar-Wechselkurses ergeben haben.

In der wissenschaftlichen Diskussion sind diese Zusammenhänge heute kaum noch strittig. So stellen beispielweise Jeffrey Frankel and Andrew Rose im *Handbook of International Economics* (1995) fest:

“To repeat a central fact of life, there is remarkably little evidence that macroeconomic variables have consistent strong effects on floating exchange rates, except during extraordinary circumstances such as hyperinflations.”

Dieser Befund ist eigentlich auch nicht überraschend, wenn man sich einmal vor Augen hält, dass der Wechselkurs einen Finanzmarktpreis darstellt und damit ähnliche Eigenschaften wie ein Aktienkurs aufweist. Ein typisches Merkmal des Aktienmarktes ist eine Volatilität der Kurse, die sehr viel höher ist als die Volatilität der Fundamentalfaktoren (Dividenden oder Unternehmensgewinne) und - damit oft einhergehend - eine über längere Zeit von den Fundamentalfaktoren abweichende Kursentwicklung („misalignment“).

Für die Wirtschaftspolitik stellt die Unberechenbarkeit der Wechselkursentwicklung ein hohes Risikopotential dar. Dies gilt insbesondere für „misalignments“, die sich in den Abweichungen eines flexiblen Wechselkurses von Kosten- und Preisunterschieden gegenüber dem Ausland ausdrücken. Wertet der Wechselkurs erheblich stärker auf, als dies den Lohnkostenunterschieden entspricht („reale Aufwertung“), bedeutet das eine massive Verteuerung der Wertschöpfung im Vergleich zur internationalen Konkurrenz. Ein klarer Beleg für die nachteiligen Effekte einer solcher Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ist die Wirtschaftskrise in Japan. Sie wurde ausgelöst, als das Land – nach dem Platzen einer spekulativen Blase – in der ersten Hälfte der neunziger Jahre auch noch mit einer ungewöhnlich starken realen Aufwertung konfrontiert wurde.

Es ist naheliegend, dass die Notenbanken und Regierungen in vielen Länder versuchen, über eine Politik des „Managed Floating“ solche Fehlentwicklungen soweit wie möglich zu vermeiden.

### **3. Grundprinzipien des „Managed Floating“**

In der Diskussion über Interventionen am Devisenmarkt wird vor allem auf drei Probleme eines solchen Vorgehens hingewiesen:

- a. In Anbetracht der hohen Umsatzvolumina am Devisenmarkt sei der Erfolg von Notenbankinterventionen von vornherein zweifelhaft.
- b. Eine Notenbank könne durch Interventionen am Devisenmarkt die Kontrolle über die heimische Zinspolitik verlieren.
- c. Die Kosten von Interventionen können sehr hoch ausfallen.

Bei den in der Tat beeindruckend hohen Umsatzzahlen des Devisenmarktes (rund 2000 Mrd. Dollar *pro Tag*) ist zu berücksichtigen, dass dieser Markt nach dem „Market Maker Prinzip“ organisiert ist.<sup>1</sup>

Wenn also von einer Notenbank Interventionsbeträge in den Devisenmarkt gegeben werden, weisen sie ebenfalls einen hohen Multiplikator auf. Die Interventionen der EZB im Oktober und November 2000 haben gezeigt, dass man schon mit Beträgen von 8,5 Mrd. Dollar einen Kurstrend brechen kann. Für die Devisenmärkte in den „emerging market economies“ gilt zudem, dass sie vergleichsweise wenig liquide sind, so dass Interventionen der Notenbanken noch sehr viel stärkere Effekte haben.

Bei der Frage der *Effizienz* von Interventionen ist besonders zu berücksichtigen, in welcher Situation eine Notenbank am Markt eingreift:

- Steht die eigene Währung unter *Abwertungsdruck*, dann muss die Notenbank diese ankaufen und dafür Devisen in den Markt geben. Da der Bestand an Devisenreserven begrenzt ist, muss eine solche Politik früher oder später an Grenzen stoßen.
- Steht die eigene Währung unter *Aufwertungsdruck*, kauft die Notenbank fremde Währungen an und gibt dafür die eigene Währung in den Umlauf. In dieser Situation besteht keine Budgetrestriktion für eine Interventionspolitik, da eine Notenbank immer unbegrenzt Liquidität in der eigenen Währung schaffen kann.

Nun muss man aber gerade bei den Interventionen einer Notenbank mit einer starken Währung berücksichtigen, dass Interventionen immer eine Ausweitung der heimischen Bankenliquidität („Geldbasis“) verbunden sind. Für sich genommen würden sie also dazu führen, dass der inländische Geldmarktsatz stark absinkt, was eine zu expansive Geldpolitik bedeuten würde.

Aus diesem Grund stößt man vor allem in Notenbank-Kreisen auf eine sehr zurückhaltende Beurteilung von Devisenmarkt-Interventionen. Dabei gilt es allerdings zu bedenken, dass eine Notenbank solchen Liquiditätseffekten nicht hilflos ausgesetzt ist. Sie hat es vielmehr in der

---

<sup>1</sup> Zur Beschreibung dieses System siehe mein Papier über „Regulierungsbedarf und Regulierungsmöglichkeiten grenzüberschreitender Kapitalströme“

Hand, die durch Interventionen geschaffene Liquidität mit Hilfe ihrer geldpolitischen Instrumente zu neutralisieren („*Sterilisation*“), indem sie

- die Kredite an das inländische Bankensystem entsprechend reduziert, oder
- den Banken kurzfristige verzinsliche Wertpapiere oder
- eine verzinsliche Sichteinlage („Einlagenfazilität“) anbietet.

Entscheidend bei der Sterilisation ist die Tatsache, dass so ein Absinken des Geldmarktsatzes unter ein von der Notenbank für stabilitätspolitisch angemessen gehaltenes Niveau verhindert werden kann.

Als letzter Punkt bleiben die *Kosten* der Interventionen. Unterstellt man, dass eine Notenbank die Interventionen vollständig sterilisiert, dann ergeben sich diese Kosten zum einen als Differenz zwischen

- dem Zinssatz für die *heimische* Währung: dieser muss auf die Einlagenfazilität oder für die emittierten kurzfristigen Papiere gezahlt werden. Er bestimmt auch die Opportunitätskosten eines geringeren Bestandes an Krediten gegenüber dem Bankensystem; und
- dem Zinssatz für die *angekaufte* Währung: dieser determiniert die Erträge, die sich aus dem Ankauf von Devisen ergeben, da solche Mittel von einer Notenbank immer zinsbringend auf dem Geldmarkt des Landes mit der schwachen Währung angelegt werden.

Eine zweite Komponente der Sterilisationskosten ist die Wechselkursentwicklung zwischen der heimischen und der fremden Währung:

- *Wertet* die heimische Währung *auf*, entstehen der Notenbank Bewertungsverluste, da der Wert der Währungsreserven in heimischer Währung abnimmt.
- Bei einer *Abwertung* der heimischen Währung entstehen demgegenüber Bewertungsgewinne.

Die gesamten Sterilisationskosten ergeben sich als Summe dieser beiden Komponenten. Sterilisierte Interventionen sind demnach immer dann

- a) *kostenlos*, wenn der heimische Zins höher (niedriger) ist als der ausländische Zins und die heimische Währung genau im Ausmaß der Zinsdifferenz gegenüber der ausländischen Währung abgewertet (aufgewertet) wird;
- b) *mit Kosten verbunden*, wenn der heimische Zins höher (niedriger) ist als der ausländische Zins und die heimische Währung weniger stark abgewertet (stärker aufgewertet) wird als es der Zinsdifferenz entspricht;
- c) *mit Erträgen verbunden*, wenn der heimische Zins höher (niedriger) ist als der ausländische Zins und die heimische Währung stärker abgewertet (weniger stark aufgewertet) wird als es der Zinsdifferenz entspricht.

Wenn die Kosten der Sterilisation in der Literatur eine sehr viel stärkere Beachtung finden als die möglichen Erträge, liegt dies vor allem daran, dass man es in den neunziger Jahren sehr häufig mit der Situation b) zu tun hatte. So war beispielsweise in Thailand und Korea der Wechselkurs zum Dollar bis zur Krise nahezu stabil, gleichzeitig lagen die Zinsen um 300 bis 500 Basispunkte über dem Niveau in den Vereinigten Staaten. Allerdings ist auch die Situation c) von empirischer Relevanz. So konnte die Bank von Japan in der Phase von Juni 1999 bis Juni 2000 hohe Gewinne aus ihren Interventionen gegenüber dem Dollar erzielen: Sie kaufte in dieser Zeit rund 100 Mrd. Dollar an, die sie zu rund 6 % in den Vereinigten Staaten anlegte, wobei der japanische Zinssatz bei nahe Null lag.

Im Ganzen kann man also für die Politik des „Managed Floating“ festhalten, dass diese

- besonders *effizient* ist, wenn eine Notenbank in einer Situation eines Aufwertungsdrucks interveniert,
- *stabilitätspolitisch unbedenklich* ist, wenn eine Notenbank über ein ausreichend hohes Sterilisationspotential verfügt,
- mit sehr *geringen Kosten* verbunden ist, wenn die Notenbank im Fall einer positiven Zinsdifferenz gegenüber dem Ausland den Wechselkurs so steuert, dass die Abwertung dieser Differenz entspricht.

Ein relativ gutes Beispiel für eine Politik des „Managed Floating“ bietet Korea (Schaubild 2) in der Phase von Anfang 1998 bis heute. In dieser Zeit hat die Notenbank ihre Devisenreserven um rund 70 Mrd. Dollar erhöht, sie hat also ganz massiv am Devisenmarkt interveniert. Das Ziel der Interventionen bestand darin, eine allmähliche Aufwertung des Won

zuzulassen, jedoch ein abruptes Ansteigen auf das Vorkrisenniveau zu verhindern; das aktuelle Niveau liegt noch immer 40 % unter dem Kurs vor Krisenausbruch. Gleichzeitig hat die Notenbank die Zuflüsse vollständig sterilisiert, was daran abzulesen ist, dass sie die kurzfristigen Zinsen jederzeit voll unter Kontrolle hatte.

#### **4. Probleme des „Managed Floating**

Insgesamt gesehen erweist sich das „Managed Floating“ als ein pragmatischer Lösungsansatz der die Unberechenbarkeiten eines rein marktbestimmten Wechselkurses ebenso vermeidet wie die Starrheit eines festen Kurses oder eines vorangekündigten Wechselkurspfades.<sup>2</sup> Wie die Interventionen der Bank von Japan, der Europäischen Zentralbank, der Notenbanken von Korea und Thailand belegen, kann dieser Ansatz sowohl von großen als auch von kleineren Währungsräumen genutzt werden.

Als Organisationsprinzip für die Weltwährungsordnung hat das „Managed Floating“ insbesondere den Vorteil, dass es so gehandhabt werden kann, dass es auch bei freiem Kapitalverkehr nicht zu destabilisierenden Kapitalzuflüssen kommt. Dies ist immer dann gewährleistet, wenn eine Notenbank bei ihren Interventionen so vorgeht, dass eine positive Zinsdifferenz dem Abwertungspfad entspricht. Für Spekulanten gibt es dann keinerlei Anreiz zu kurzfristigen Anlagen, da der Zinsvorteil vollständig durch die Abwertung der ausländischen Währung kompensiert wird.

Gleichwohl ist auch das „Managed Floating“ nicht ohne Probleme. Diese ergeben sich vor allem daraus, dass in diesem „System“ jede Regierung (oder Notenbank) einen aus rein nationaler Perspektive optimalen Wechselkurs anstreben kann, ohne dabei die globalen Rückwirkungen zu berücksichtigen. Konkret kann man sich beispielsweise im Fall Koreas fragen, ob es weltwirtschaftlich sinnvoll ist, dass dieses Land drei Jahre nach der Krise an einem völlig unterbewerteten Wechselkurs festhält. M.a.W.: Das „Managed Floating“ eröffnet Spielräume für *handelspolitische Zielsetzungen*, die den Prinzipien der WTO völlig zuwiderlaufen können.

---

<sup>2</sup> Die Probleme dieser Ansätze werden in meinem Papier über „Regulierungsbedarf und Regulierungsmöglichkeiten grenzüberschreitender Kapitalströme“ diskutiert.

Ein zweiter Nachteil des „Managed Floating“ ist darin zu sehen, dass der Wechselkurs nicht völlig *symmetrisch* gesteuert werden kann. Wie schon erwähnt, kann eine Notenbank im Fall von spekulativen Zuflüssen unbegrenzt intervenieren, im Fall von Abflüssen ergibt sich jedoch eine Grenze durch den Bestand der vorhandenen Währungsreserven. Damit ist eine Notenbank immer dem Risiko ausgesetzt, dass sie im Fall eines massiven Abwertungsdrucks eine sehr viel stärkere Abwertung ihrer Währung zulassen muss, als dies von ihr geplant war. Um den dadurch entstehenden Inflationsdruck zu kompensieren, muss die Geldpolitik eine restriktivere Zinspolitik fahren. Die so von den Märkten erzwungene Kombination aus höheren Realzinsen und einer stärkeren realen Abwertung weicht dann von der aus der Sicht der Notenbank als ideal angesehenen Lösung ab. Es kommt zu einer zu starken Restriktion der Binnensektoren, während der internationale Sektor tendenziell entlastet wird.. Entwicklungen dieser Art können jedoch teilweise durch die Inanspruchnahme von IWF-Kreditfazilitäten vermieden werden.

Ein drittes Problem des „Managed Floating“ besteht darin, dass es nur eine begrenzte *Berechenbarkeit der Wechselkursentwicklung* erlaubt. Während dieser Effekt erwünscht ist, um spekulative Zuflüsse zu vermeiden, ist er für den internationalen Handel als nachteilig zu bewerten. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es für Importe und Exporte nicht auf eine exakte Vorhersehbarkeit der Wechselkurse ankommt. Auf kürzere Sicht bietet sich hier ohnehin die Möglichkeit der Kurssicherung. Auf mittlere und längere Sicht ist es für die Unternehmen vor allem von Bedeutung, dass sie vor starken realen Abwertungen geschützt werden. Dies ist bei einem „Managed Floating“ grundsätzlich möglich, ohne dass dabei spekulative Zuflüsse ausgelöst werden.

## **5. Zusammenfassung**

In Anbetracht der Vorzüge des „Managed Floating“ ist es nicht überraschend, dass sich viele größere und kleinere Länder für diesen Lösungsansatz entscheiden haben. Für ein Verständnis dieses Konzepts ist es wichtig, dass man es nicht mit dem Modell frei-flexibler Kurse gleichsetzt. Kennzeichnend für das „Managed Floating“ ist eine direkte Steuerung des Wechselkurses durch Notenbank-Interventionen. Hierfür lassen sich einige grundlegende Regeln theoretisch herleiten, die so auch in der geldpolitischen Praxis Verwendung finden. Der größte Nachteil eines solchen pragmatischen Vorgehens ist darin zu sehen, dass es den



nationalen Regierungen Spielräume für eine handelspolitisch motivierte Steuerung des Wechselkurses bietet.

Schaubild 1 : Wachstumsdifferenz und Wechselkursveränderung

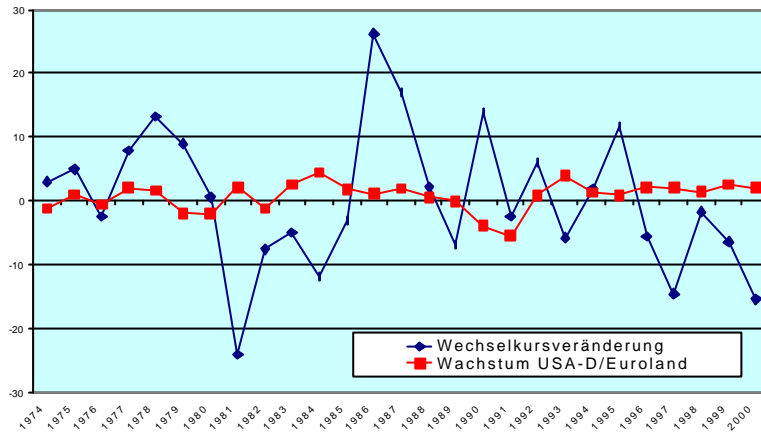


Schaubild 2: Interventionen von Korea

