

Kapitel 2

Gang der Untersuchung und methodologische Abgrenzung

Bei der ökonomischen Analyse von Devisenmarktinterventionen kann grundsätzlich danach unterschieden werden, ob diese Interventionsmaßnahmen obligatorische Interventionen zur Aufrechterhaltung einer vertraglich vereinbarten Wechselkursparität zwischen zwei (oder mehreren) Währungen darstellen oder in einem System prinzipiell frei-flotender Wechselkurse stattfinden. Für Erstere besteht dabei sowohl im Hinblick auf die unterliegende Motivation als auch in Bezug auf die Kriterien zur Bewertung der Effektivität aus ökonomischer Sicht keine Kontroverse, da der Zeitpunkt und Anlaß einer Interventionsmaßnahme in einem Festkursregime durch die vertraglichen Rahmenbedingungen unmißverständlich vorgegeben sind. Demzufolge kann auch die Effektivität einer derartigen Maßnahme sinnvollerweise nur daran festgemacht werden, ob die Stabilität des Festkurssystems aufrechterhalten werden kann oder nicht.¹ Interventionen im Festkurssystem sollen daher im Rahmen dieser Arbeit ausgeklammert und ausschließlich die potentiellen Wirkungen von (freiwilligen) Devisenmarktinterventionen in einem System flexibler Wechselkurse analysiert werden.

Die ökonomische Bewertung von Devisenmarktinterventionen in Systemen flexibler Wechselkurse gestaltet sich demgegenüber deutlich komplizierter, da für eine zielgerichtete Analyse gerade im Hinblick auf die Effektivität die zugrundeliegende Motivation einer Zentralbank geklärt werden muß. Wohlfahrtstheoretisch betrachtet stellt eine Devisenmarktintervention in einem System flexibler Wechselkurse einen direkten wirtschaftspolitischen Markteingriff dar, der potentiell zu Verzerrungen und damit zu negativen Wohlfahrtseffekten auf dem Devisenmarkt selbst sowie in der Gesamtwirtschaft (sowohl national wie weltweit) führen kann. Insofern sollte eine Interventionsmaßnahme aus ökonomischer Sicht nur dann als gerechtfertigt angesehen werden, wenn hierdurch ein positiver Gesamtwohlfahrtseffekt – zumindest bezogen auf die Volkswirtschaft des intervenierenden Landes – intendiert und auch erzielt wird. Im Gegensatz zu Interventionsmaßnahmen im Fixkurssystem ist dabei per se jedoch nicht klar, auf welcher Ebene die regulieren-

¹ Um dieses Ziel zu erreichen verspricht überdies nur eine nicht sterilisierte Devisenmarktintervention eine dauerhafte Anpassung des Wechselkurses an die vorgegebene Parität, so daß auch die Art der Intervention durch die ökonomischen Rahmenbedingungen automatisch vorgegeben wird.

de Maßnahme der Intervention ökonomische Wirkung entfalten soll, nämlich am Devisenmarkt selbst oder über makroökonomische Anpassungskanäle auf andere gesamtwirtschaftlich relevante Variablen wie Zinssätze, Inflation, Arbeitslosigkeit oder Wirtschaftswachstum. Allerdings werden die durch eine Interventionsmaßnahme tatsächlich verfolgten ökonomischen Ziele einer Notenbank in der Regel jedoch nicht öffentlich (glaubwürdig) kommuniziert, so daß eine wesentliche Grundvoraussetzung für die wissenschaftliche Beurteilung der Effektivität dieser wirtschaftspolitischen Maßnahme nicht erfüllt ist.

Eine Möglichkeit, diesem Problem zu begegnen, stellt die Ableitung von makroökonomischen Reaktionsfunktionen im Zusammenhang mit Devisenmarktinterventionen in einer offenen Volkswirtschaft mit prinzipiell flexibler Wechselkursbildung dar. In diesem Kontext lassen sich eine Reihe von Arbeiten anführen, die theoretisch und empirisch das Verhalten von Zentralbanken in Bezug auf die Nutzung von Devisenmarktinterventionen anhand einer konkreten Reaktionsfunktion aufzeigen. Die Studie von Neumann (1984), die die Interventionspolitik der Bundesbank zwischen 1974 und 1981 analysiert, greift dabei die Frage auf, ob Devisenmarktinterventionen als Instrument zur Erreichung der Preisniveau- und/oder der (langfristigen) Wechselkursstabilität herangezogen werden. Sie berücksichtigt also die Verfolgung zweier wirtschaftspolitischer Ziele der Notenbank, nämlich eines Inflationsziels und eines Wechselkursziels bei der Nutzung von Devisenmarktinterventionen im DM/US-Dollar-Markt. Neumann (1984) überprüft eine Reaktionsfunktion, die u.a. die Interventionstätigkeit in Abhängigkeit von der Abweichung der Geldbasis von ihrem Zielwert untersucht.² Ein signifikanter Einfluß der Geldbasis auf die Interventionstätigkeit wird jedoch durch die Daten nicht belegt. D.h., zumindest für den betrachteten Zeitraum hat die Bundesbank Interventionen im DM/US-Dollar-Markt nicht als Instrument ihrer Geldpolitik benutzt. Aktuellere Studien dagegen verzichten gänzlich auf die Berücksichtigung der geldpolitischen Komponente bei der Ableitung der Reaktionsfunktionen in Bezug auf Devisenmarktinterventionen einer Zentralbank. Stattdessen beschränken sie sich auf die auch schon bei Neumann (1984) zu findende Unterscheidung zwischen einer kurz- und einer mittel- bis langfristigen Motivation für die Wechselkursbeeinflussung durch Devisenmarktinterventionen. Erstere wird ökonomisch durch die Verhinderung von kurzfristigen Wechselkurschwankungen, z.B. durch spekulative Finanztransaktionen, begründet und empirisch an der Volatilität der Wechselkursentwicklung festgemacht, während Letztere an der Stabilisierung des langfristigen Wechselkurses in Richtung der Kaufkraftparität (KKP) orientiert ist. Theoretisch impliziert dies, daß die über die Interventionstätigkeit zu minimierende Verlustfunktion L lediglich vom Wechselkurs abhängt wie z.B. in Almekinders und Eijffinger (1996):

$$L \equiv \theta \cdot (e_t - e_t^*)^2 \quad (2.1)$$

² Die geldpolitische Strategie der Bundesbank orientierte sich an der Geldmengensteuerung, für die die Geldbasis ein wesentlicher Indikator ist. Zu der Bedeutung der Zielvorgaben für die Geldbasis und zur Praxis der Geldmengensteuerung sei u.a. auf Siebke und Thieme (1995) verwiesen.

In Gleichung (2.1) stellt $\theta > 0$ einen konstanten Parameter dar, während e_t dem tatsächlichen Wechselkurs sowie e_t^* dem Wechselkursziel der Zentralbank entspricht. Dabei kann das Wechselkursziel in der kurzen Frist mit dem Wechselkurs der Vorperiode und in der langen Frist mit dem kaufkraftparitätischen Wechselkurs gleichgesetzt werden. Die empirische Untersuchung in Almekinders und Eijffinger (1996) bezieht sich auf die Interventionstätigkeit der Bundesbank sowie des Zentralbanksystems der USA (Fed) zwischen Februar 1987 und Ende Oktober 1989 im DM/US-Dollar- und US-Dollar/Yen-Markt. Ein ähnliches Vorgehen findet sich auch in Frenkel et al. (2005), wo allerdings die Motivation der Interventionstätigkeit Japans von 1991 bis 2001 im Vordergrund steht.³ Die Tatsache, daß in beiden Studien ein Zusammenhang zwischen der Interventionstätigkeit und der Wechselkursstabilisierung in Bezug auf die Volatilität und die langfristige Kursstabilisierung gefunden werden kann, ist aber keineswegs ein Beleg dafür, daß die Durchführung der Interventionen nur aus diesem Motiv heraus erfolgte, sondern vielmehr ein Resultat der theoretischen Eingrenzung auf den Devisenmarkt gemäß Gleichung (2.1). Insofern stellen die neueren Studien zur Ableitung einer Reaktionsfunktion von Devisenmarktinterventionen trotz der Verwendung verbesserter ökonometrischer Verfahren in konzeptioneller Hinsicht sogar einen Rückschritt gegenüber Neumann (1984) dar.⁴

Eine eindeutige Antwort auf die Frage, aus welchem Motiv heraus Devisenmarktinterventionen von bestimmten Zentralbanken in bestimmten Situationen oder sogar generell durchgeführt werden, läßt sich jedoch aus diesen Studien nicht ableiten. Selbst wenn dies der Fall wäre, bestünde immer noch das Problem, den gesamtwirtschaftlichen Effekt einer Interventionsmaßnahme wohlfahrtstheoretisch zu bemessen bzw. überhaupt der Devisenmarktintervention kausal zuzuordnen. Um dies zu verdeutlichen, sei als Beispiel von der Verfolgung eines öffentlich glaubhaft kommunizierten Wechselkursziels als Motivation einer Notenbank für die Durchführung einer Interventionsmaßnahme ausgegangen. Wird Effektivität in diesem Zusammenhang als Anpassung der Wechselkursentwicklung in Richtung des Wechselkursziels definiert, besteht in der Praxis das Problem, diese Anpassung sowohl theoretisch als auch empirisch von allen anderen möglichen Einflußfaktoren abzugrenzen. Eine weitergehende ökonomische Untersuchung dahingehend, ob durch die Erreichung des Wechselkurszieles eine positive (Gesamt-)Wohlfahrtswirkung zu erwarten bzw. tatsächlich zu beobachten ist, erscheint in diesem Zusammenhang nahezu aussichtslos. Auch hier stellt sich die Frage der im Hintergrund stehenden Motivation des verfolgten Wechselkursziels. Denn dieses kann sowohl ausschließlich auf den Devisenmarkt, z.B. zur Beseitigung einer fundamentalen Fehlbewertung des Wech-

³ Im Gegensatz z.B. zur Bundesbank oder zur Fed, werden Devisenmarktinterventionen nicht von der japanischen Notenbank sondern von einer Abteilung des Finanzministeriums (MoF) autorisiert.

⁴ Bei Neumann (1984) wird zur Schätzung der Interventionsvariablen ein nicht lineares Verfahren genutzt. Diese Nicht-Linearität ermöglicht dabei die Berücksichtigung der Tatsache, daß Interventionen nur sporadisch durchgeführt werden und somit eine nicht-stetige Datenzeitreihe generieren. Bei Almekinders und Eijffinger (1996) und Frenkel et al. (2005) werden dagegen u.a. GARCH-Effekte berücksichtigt und eine Maximum-Likelihood-Schätzung anstelle der quasilinearen Variante bei Neumann (1984) verwendet.

selkurses, oder aber als Zwischenziel im Rahmen einer makroökonomischen Gesamtstrategie zur Verfolgung von geld- und/oder konjunkturpolitischen Hauptzielen gerichtet sein.⁵

Eine Möglichkeit, der beschriebenen Problematik bei der Analyse der Effektivität von Devisenmarktinterventionen in Systemen flexibler Wechselkurse entgegenzutreten, besteht darin, die Art der Intervention zu berücksichtigen. Grundsätzlich lassen sich Devisenmarktinterventionen in sterilisierte und nicht sterilisierte Interventionsmaßnahmen einteilen, je nachdem, ob ihre Geldmengeneffekte neutralisiert werden oder nicht. Letztere stellen dabei im Hinblick auf die Bewertung ihrer Effektivität ein deutlich größeres Problem dar, da sie potentiell auf mehreren Ebenen Wirkungen entfalten und somit aus verschiedensten Motiven heraus durchgeführt werden können. Theoretisch lassen sich nicht sterilisierte Devisenmarktinterventionen z.B. als komplementäres Instrument der Geldpolitik zu Zins- und Mindestreservepolitik sowie zu Offenmarktgeschäften nutzen.⁶ Darüber hinaus bieten sie sich unter besonderen ökonomischen Rahmenbedingungen als diskretionäre wirtschaftspolitische Maßnahme und damit als zusätzliches Instrument in einer wirtschaftspolitischen Gesamtstrategie an. Als Beispiel hierfür kann u.a. die Situation in Japan seit Anfang 2000 angeführt werden, die alle Anzeichen einer permanenten Stagflation aufweist (Hoshi und Kashyap, 2004). Hier besteht ein natürlicher Anreiz von Seiten der wirtschaftspolitischen Entscheider, nicht sterilisierte Devisenmarktinterventionen in erster Linie als letztes wirksames Instrument zur Bekämpfung dieser Situation zu nutzen, denn diese können theoretisch sowohl die internationale Wettbewerbsfähigkeit Japans durch eine Abwertung der Währung erhöhen als auch deflationäre Entwicklungen bekämpfen.⁷ Nicht zuletzt auch die im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise von der SNB im Herbst 2011 angekündigte und seit April 2012 in die Tat umgesetzte Interventionsbereitschaft zur Verteidigung einer Wechselkursuntergrenze von 1,20 CHF/Euro läßt in Verbindung mit der parallel zu beobachtenden Tendenz einer (stark) expansiven Geldpolitik den Schluß zu, daß hier nicht sterilisierte Devisenmarktinterventionen als (letztes) Instrument einer konjunkturpolitischen Stabilisierung genutzt werden und somit die Formulierung eines Wechselkursziels bzw. dessen Verteidigung durch (unbeschränkte) Devisenmarktinterventionen lediglich als Zwischenziel im Rahmen einer allgemeinen geld-

⁵ Ein Beispiel wäre in diesem Zusammenhang die Verfolgung eines Wechselkursziels, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Exporte zu erhöhen, so daß die Effektivität der Devisenmarktintervention primär an den damit verbundenen Gesamtoutput- und Beschäftigungszielen gemessen werden sollte.

⁶ So bedient sich z.B. China zur Durchführung seiner geld- und währungspolitischen Ziele hauptsächlich Devisenmarktinterventionen. Einschränkend muß jedoch darauf hingewiesen werden, daß China weder ein politisch wie ökonomisch freiheitlich, marktwirtschaftlich organisiertes Land ist und daher erhebliche strukturelle Abweichungen zu westlichen Industrienationen aufweist noch daß es sich beim Renminbi um eine frei-floatende Währung handelt.

⁷ Vor dem Hintergrund der Tatsache, daß das geldpolitische Instrument der Zinssteuerung in Japan seit Beginn der 2000er Jahre bei einem nominalen Zinssatz von nahe Null ausgeschöpft ist, erscheint die Nutzung dieses Kanals umso plausibler. Diese Überlegungen werden im fünften Kapitel noch weiter diskutiert.

und wirtschaftspolitischen Gesamtstrategie anzusehen ist.⁸ In Anbetracht der Komplexität der Wirkungen, die mit einer nicht sterilisierten Devisenmarktintervention verbunden sein können, erscheint eine ökonomische Beurteilung ihrer Effektivität über die Betrachtung des Devisenmarktes hinaus wenig erfolgversprechend zu sein.

Demgegenüber lassen sich (vollkommen) sterilisierte Devisenmarktinterventionen sowohl in Bezug auf die zugrunde liegende Motivation als auch im Hinblick auf ihre potentielle Zielerreichung sehr viel einfacher charakterisieren. Da die geldpolitischen Effekte einer Devisenmarktintervention durch die Sterilisationsoperation neutralisiert werden, können die damit verbundenen Wirkungen bei einer Beurteilung der Effektivität ausgeklammert werden. Des Weiteren läßt die Art der Intervention zumindest potentiell den Schluß zu, daß die Notenbank dieses Instrument nicht im Rahmen ihrer primären wirtschaftspolitischen Zielsetzungen (also je nach Notenbankverfassung reine Preisniveaustabilisierung oder ggf. auch konjunkturelle Stimulierung) einsetzt, sondern lediglich als Mittel zur Beeinflussung des Wechselkurses. Für die Gültigkeit der These, daß sterilisierte Devisenmarktinterventionen als unabhängiges wirtschaftspolitisches Instrument der Devisenmarktsteuerung angesehen werden können, spricht dabei, daß eine Beeinflussung anderer ökonomischer Zielvariablen als der Wechselkursentwicklung durch eine nicht sterilisierte Devisenmarktoperation einfacher und – im Hinblick auf die zusätzlich anfallenden Transaktionskosten einer Sterilisationsoperation – auch günstiger hätte erreicht werden können.⁹ Insofern kann die Effektivität einer sterilisierten Devisenmarktintervention bei flexiblen Wechselkursen ausschließlich an ihrer Wirkung am Devisenmarkt festgemacht werden.¹⁰ Aus ökonomischer Sicht lassen sich dabei in der Hauptsache zwei Argumente anführen, die einen Eingriff in den Devisenmarkt bei grundsätzlich freier Kursbildung rechtfertigen, nämlich zum einen die Korrektur von vermeintlich zu starken, kurzfristigen Schwankungen am Devisenmarkt, also der sog. (Überschuß-)Volatilität und zum anderen die Korrektur einer fundamentalen Fehlbewertung des Wechselkurses. Ersteres wird in der Literatur oft damit begründet, daß eine hohe Schwankungsbreite zur Unsicherheit der Wirtschaftssubjekte sowohl in Bezug auf den internationalen Güter- als auch insbesondere auf den internationalen Handel an Finanzmärkten beiträgt. Tatsächlich ist diese Argumentation jedoch nur schwer haltbar, da zum einen die Definition einer „angemesse-

⁸ Das allein bis zum zweiten Quartal 2012 akkumulierte Gesamtvolumen an in Euro gehaltenen Währungsreserven beträgt ca. 220 Mrd. CHF und hat sich innerhalb eines halben Jahres um mehr als 80 Mrd. Franken erhöht, so daß eine Sterilisation dieser Interventionen schon von technischer Seite her nahezu ausgeschlossen werden kann (SNB, 2012a).

⁹ Bspw. wirkt eine nicht sterilisierte Intervention zugunsten der ausländischen Währung nicht nur im Hinblick auf eine mögliche Abwertung der heimischen Währung, sondern auch über ihren expansiven geldpolitischen Effekt. Daher kann sie potentiell eine Stimulation der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sowohl über ihre Wechselkurseffekte, als auch zusätzlich über einen monetären Transmissionsprozeß entfalten.

¹⁰ Allerdings könnte auch die Verfolgung eines Wechselkursziels über sterilisierte Devisenmarktinterventionen in erster Linie aus konjunkturellen Überlegungen heraus entstanden sein. In diesem Zusammenhang erfordert eine ökonomisch zielgerichtete Effektivitätsanalyse zusätzlich die Überprüfung des Zusammenhangs zwischen Wechselkursbeeinflussung und konjunkturellem Gesamteffekt.

nen“ Schwankungsbreite höchst subjektiv ist und zum anderen über die Entwicklung von global zugänglichen Terminmärkten eine Möglichkeit besteht, sich gegen die Risiken dieser Wechselkursschwankungen privat abzusichern. Darüber hinaus kann die Tatsache, daß Interventionsmaßnahmen, wenn überhaupt, die Volatilität am Devisenmarkt tendenziell eher erhöhen als reduzieren, als eines der wenigen einheitlichen Ergebnisse der wissenschaftlichen Untersuchungen zum Thema Devisenmarktinterventionen in den vergangenen 40 Jahren angesehen werden. Demzufolge wird im Rahmen dieser Arbeit eine intendierte Beeinflussung der kurzfristigen Volatilität über Devisenmarktinterventionen ausgeschlossen bzw. eine derartige Maßnahme als grundsätzlich nicht effektiv betrachtet. Damit kann eine ökonomische Rechtfertigung für den Einsatz von Devisenmarktinterventionen zur Wechselkurssteuerung nur auf Grundlage des zweiten Arguments, also einer (erheblichen) fundamentalen Fehlbewertung des Wechselkurses entgegenzutreten, erfolgen. Theoretisch läßt sich dies u.a. damit begründen, daß eine von den Marktkräften nicht zu korrigierende Fehlbewertung zu signifikanten Wohlfahrtsverlusten in Form von Fehlallokationen auf den Güter- und/oder Finanzmärkten führt, was durch empirische Untersuchungen bezüglich der Abhängigkeit zwischen Außenhandelsvolumen und Wechselkursentwicklung belegt wird (De Grauwe, 1988). In einem derartigen Szenario erscheint es somit durchaus ökonomisch plausibel, durch eine sterilisierte Devisenmarktintervention eine potentiell wohlfahrtsmindernde Situation am Devisenmarkt zu berichtigen, ohne gleichzeitig durch diese wirtschaftspolitische Maßnahme übergeordnete wirtschaftspolitische Ziele wie die Inflationsbekämpfung zu gefährden. Insofern kann eine sterilisierte Devisenmarktintervention unter den beschriebenen Rahmenbedingungen ein optimales wirtschaftspolitisches Instrument zur Wechselkurssteuerung darstellen und in diesem Zusammenhang als effektiv bezeichnet werden.

Diese besondere Definition von Effektivität im Zusammenhang mit Devisenmarktinterventionen hat sich in der Praxis der wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit diesem Thema als zentraler Ausgangspunkt der Forschungsbemühungen etabliert. Tatsächlich liegt das Hauptaugenmerk der ökonomischen Forschung zum Thema Devisenmarktinterventionen in der Ableitung und empirischen Überprüfung von Wirkungskanälen von sterilisierten Devisenmarktinterventionen. Ein Wirkungskanal stellt allgemein einen theoretisch abgeleiteten Transmissionsprozeß dar, an dessen Anfang die wirtschaftspolitische Maßnahme (in diesem Fall die Devisenmarktintervention) und am Ende der Effekt auf die Zielgröße (also hier den Wechselkurs) steht. Da diese Transmissionsprozesse nicht direkt beobachtet werden können, setzt eine empirische Überprüfung dieser Kanäle zumeist an den beiden Endpunkten, also der Intervention und der Wechselkursbeeinflussung an, während die Stufen der Transmission lediglich theoretisch formuliert werden. Deshalb kann die Ableitung bzw. empirische Bestätigung eines solchen Wirkungskanals dann als Nachweis für die grundsätzliche Effektivität von sterilisierten Devisenmarktinterventionen angesehen werden. Gestützt wird dieses Vorgehen, wie etwa in den Standardwerken von Dominguez und Frankel (1993b) sowie Sarno und Taylor (2001) ersichtlich, aus der Überzeugung, daß der überwältigende Teil der in der Praxis durchgeführten Interventionsmaßnahmen vollständig sterilisiert wird. Als Belege

hierfür werden zum einen die Aussagen der Zentralbanken selbst angeführt, daß Devisenmarktinterventionen grundsätzlich (zumindest mittelfristig) vollständig sterilisiert werden (Neely, 2000b). Zum anderen wird bisweilen auf die Ergebnisse ökonometrischer Studien zum Sterilisationsgrad von Interventionsmaßnahmen der wichtigsten Notenbanken wie z.B. von Obstfeld (1983) verwiesen, die die Aussagen der Zentralbanken hinsichtlich ihrer Tendenz zur (vollkommenen) Sterilisation bestätigen.¹¹ Doch selbst wenn man die Prämisse der vollständigen Sterilisation aller Devisenmarktinterventionen akzeptiert, was nicht zuletzt vor dem Hintergrund der oben erwähnten Interventionsmaßnahmen in Japan und der Schweiz äußerst fraglich erscheint, rechtfertigt dies nicht automatisch die implizite Verengung des Effektivitätsbegriffs auf die Beeinflussung der Wechselkursentwicklung in Richtung des Fundamentalwechelkurses. Denn zum einen besteht nach wie vor auch bei sterilisierten Interventionen die Möglichkeit, daß eine Notenbank ein Wechselkursziel abweichend von der Fundamentalbewertung, die üblicherweise an der kaufkraftparitätischen Bewertung orientiert ist, verfolgt.¹² Zum anderen verlangt eine ökonomisch haltbare Beurteilung eines Markteingriffs in einen grundsätzlich freien Markt eine Kosten-Nutzen Gegenüberstellung in Bezug auf die wirtschaftspolitische Maßnahme. D.h., auch wenn eine Devisenmarktintervention mit dem Ziel der Beseitigung einer fundamentalen Fehlbewertung am Devisenmarkt erfolgreich durchgeführt wird, kann diese nur dann als effektive wirtschaftspolitische Maßnahme angesehen werden, wenn die direkten und indirekten Kosten dieser Maßnahme geringer ausfallen, als der potentielle Wohlfahrtsgewinn durch die Zielerreichung. Eine konkrete Untersuchung dieses Kosten-Nutzen-Verhältnisses einer derartigen Devisenmarktintervention scheitert jedoch in der Praxis an einer Quantifizierung der Wohlfahrtseffekte aus der Beseitigung einer Fehlbewertung am Devisenmarkt.

Trotz dieser ökonomisch plausiblen Vorbehalte hat sich die geltende Konvention in der ökonomischen Forschung durchgesetzt, die Effektivität von Devisenmarktinterventionen ausschließlich an ihrer direkten Wirkung am Devisenmarkt zu messen. Obwohl eine derartige „Minimaldefinition“ von Effektivität somit als problematisch angesehen werden kann, muß eine wissenschaftliche Auseinandersetzung mit diesem Themenkomplex dieser Entwicklung zumindest hinsichtlich der Einordnung bestehender Forschungsansätze Rechnung tragen. In dieser Arbeit wird demzufolge folgende Definition für die Effektivität von Devisenmarktinterventionen als Referenzmaßstab für die Analyse der zentralen Fragestellung getroffen:¹³

¹¹ Gerade die empirischen Studien zum Thema Sterilisation sind jedoch sowohl konzeptionell wie datentechnisch überholt. Auf diese Problematik wird im fünften Kapitel noch näher eingegangen.

¹² Ein Beispiel hierfür wäre eine dauerhafte Unterbewertung der Währung anzustreben, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Wirtschaft künstlich zu erhöhen.

¹³ Im Folgenden werden dabei der gängigen Konvention in der Volkswirtschaftslehre folgend und abweichend von der Praxis im betriebswirtschaftlichen Kontext die Begriffe Effektivität und Effizienz, bzw. effektiv und effizient synonym gemäß dieser Definition verwendet.

Definition: *Eine Devisenmarktintervention stellt eine effektive wirtschaftspolitische Maßnahme dar, wenn durch sie eine persistente Beeinflussung der Preisdynamik am Devisenmarkt in Richtung des angestrebten Wechselkursziels erreicht werden kann.*

Die Formulierung dieser Effizienz-Definition stellt demnach in Anlehnung an die zu konstatierende Konvention in der ökonomischen Forschung bei der Beurteilung der Effektivität von Devisenmarktinterventionen ausschließlich auf ihre Wirkungen am Devisenmarkt ab. Dennoch ist obige Definition insofern weiter gefaßt, als hier keine normative Bewertung bezüglich des mit der Intervention verbundenen Politikziels erfolgt. Das bedeutet, daß auch eine Intervention, die eine Wechselkursanpassung in die entgegengesetzte Richtung des Fundamentalwechselkurses auslöst, im Sinne dieser Definition als effektiv bezeichnet werden kann, wenn dies der Intention der Zentralbank entspricht.¹⁴ Dies verlangt somit bei einer entsprechenden Analyse die zusätzliche Berücksichtigung des ökonomischen Kontextes der betreffenden Interventionsmaßnahme, um die Frage der Effektivität dieser Intervention eindeutig zu beantworten. So kann z.B. im Rahmen der gemeinsamen Interventionsmaßnahmen der G5-Länder in Folge des Plaza-Abkommens 1985 die Zielsetzung eindeutig mit der Bekämpfung der fundamentalen Überbewertung des US-Dollars (gemessen an der KKP) angegeben werden, so daß eine effektive Intervention hier als eine Anpassung der Wechselkursentwicklung in Richtung des Fundamentalwechselkurses anzusehen ist. Im Gegensatz dazu bedarf die Analyse der Interventionsmaßnahmen Japans in den 2000er Jahren einer genaueren Prüfung der auf den Wechselkurs bezogenen Zielvorstellungen der wirtschaftspolitischen Entscheider, um eine Aussage bezüglich der Effektivität dieser Maßnahmen zu tätigen, selbst wenn eine signifikante Beeinflussung des Wechselkurses durch die Interventionen nachgewiesen werden kann. Insofern kann gemäß dieser Definition die theoretische Ableitung und empirische Bestätigung eines Wirkungskanalns von Devisenmarktinterventionen nicht automatisch als Nachweis der Effektivität dieses Markteingriffs angesehen werden, sondern vielmehr als notwendige Voraussetzung für den Nachweis der Effektivität. Dies stellt den entscheidenden konzeptionellen Unterschied dieser Effektivitätsdefinition im Vergleich zu dem in der Literatur verbreiteten Ansatz dar. Darüber hinaus stellt diese Definition keinesfalls ausschließlich auf sterilisierte Devisenmarktinterventionen ab, sondern kann potentiell auch auf nicht sterilisierte Devisenmarktinterventionen angewendet werden. Allerdings ergibt sich hierbei das Problem, daß die mit der Definition verbundene Einschränkung des Effektivitätsbegriffs auf die Wechselkurswirkung alleine möglicherweise zu kurz greift, da auch (makroökonomische) Effekte der Intervention außerhalb des Devisenmarktes zu erwarten sind. Insofern kann eine nicht sterilisierte Interventionsmaßnahme theoretisch auch dann ökonomisch effektiv sein, wenn sie keine Wirkung auf den Wechselkurs ausübt, also im Sinne der obigen Definition als ineffektiv beurteilt wird. Dagegen schließt die Definition explizit aus, daß Devisenmarktinterventionen

¹⁴ Als Beispiel sei hier erneut der Versuch der Zentralbank genannt, eine bewußte Unterbewertung der Währung im Stile des sog. „managed-floating“ durchzusetzen.

mit dem Ziel der Volatilitätsbekämpfung effektiv sein können, da sie sowohl eine persistente als auch eine zielgerichtete Beeinflussung des Wechselkurses verlangt. Die Zielsetzung von Interventionsmaßnahmen zur Bekämpfung von Wechselkurschwankungen ist nämlich zum einen offenkundig kurzfristig ausgerichtet und somit nicht als persistent im Sinne der Definition anzusehen. Zum anderen wird bei einer Volatilitätsbekämpfung kein konkretes Wechselkursziel formuliert, sondern lediglich eine Abschwächung der Trendentwicklung angestrebt. Insofern erfolgt bspw. eine Intervention zugunsten der ausländischen Währung vor diesem Hintergrund mit der Prämisse, das Ausmaß einer evtl. beobachteten Abwertung dieser Währung abzuschwächen, aber nicht zwangsläufig diesen Trend auch umzukehren. Die Definition der Effektivität in dieser Arbeit impliziert aber, daß eine Interventionsmaßnahme nur dann als zielerreichend angesehen werden kann, wenn sich auch ein meßbarer Effekt auf den Wechselkurs im Sinne einer (dauerhaften) Auf- oder Abwertung einstellt. Daher finden derartige Interventionsmaßnahmen im Rahmen dieser Arbeit keine weitere Beachtung.

Eine wichtige Implikation dieser Effektivitätsdefinition für den Gang der Untersuchung stellt die Tatsache dar, daß der nominale Wechselkurs als Preisvariable des Devisenmarktes eine zentrale Rolle bei der Analyse der Effektivität von Devisenmarktinterventionen einnimmt. Aus diesem Grund erscheint es angebracht, diese Variable genauer zu charakterisieren und für die Zwecke dieser Arbeit sinnvoll definitorisch abzugrenzen. Da der nominale Wechselkurs aufgrund der besonderen Beschaffenheit des Devisenmarktes als Tauschverhältnis zwischen zwei Währungen definiert ist, ergibt sich das Problem der Einheitenbezeichnung für diese Variable. Im Folgenden wird daher der nominale Wechselkurs immer mit dem Buchstaben *e* bezeichnet, wobei *e* den nominalen Wechselkurs in Preisnotierung aus Inlandssicht angibt. In diesem Zusammenhang wird darüber hinaus die Variable *e* grundsätzlich als Preis auf dem Kassadevisenmarkt verstanden, in Abgrenzung z.B. zu den Terminwechselkursen oder den Wechselkursen für sog. Swap-Geschäfte am Devisenmarkt. Dies impliziert, daß sich der Begriff Devisenmarkt in dieser Arbeit lediglich auf den erstgenannten Teil des in der Praxis sehr differenzierten internationalen Devisenhandels bezieht. Diese Abgrenzung ist nicht zuletzt dem Umstand geschuldet, daß ein Hauptziel dieser Arbeit die Gegenüberstellung von makroökonomisch und mikrostrukturell motivierten Ansätzen zur Analyse von Devisenmarktinterventionen ist. Insofern muß eine Marktabgrenzung des Devisenmarktes gefunden werden, die eine möglichst hohe Integration dieser beiden Ansätze zuläßt. Da der Kassadevisenmarkt am ehesten der makroökonomischen Charakterisierung des Devisenmarktes entspricht, scheint eine derartige Marktabgrenzung am zielorientiertesten zu sein. Ein weiteres Problem, daß sich aus der Gegenüberstellung der Makro- und Mikrostruktur des Devisenmarktes ergibt, besteht darin, eine sinnvolle konzeptionelle Abgrenzung zwischen den jeweiligen Modellansätzen festzulegen. Da eindeutig makroökonomische Variablen wie Inflation, Gesamtoutput oder Ähnliches auch im Rahmen mikrostruktureller Modelle in Form von Fundamentalfaktoren Berücksichtigung finden und gleichzeitig auch eindeutig mikrostrukturelle Aspekte, wie z.B. die Aufteilung von Devisenhändlern in Chartisten und Fundamentalisten in makroökonomischen Ansätzen wie z.B. Frankel und

Froot (1991) implementiert werden, ist theoretisch der Übergang zwischen den beiden Konzepten fließend. Daher ist eine eindeutige Zuordnung eines Ansatzes als Mikrostrukturmodell oder Makromodell nicht nur bei Mischansätzen, wie allen voran bei Bacchetta und van Wincoop (2006), die charakteristische Elemente aus beiden Modelltypen enthalten, erst dann möglich, wenn eindeutige Kriterien für die Klassifikation eines Modellansatzes als Mikrostrukturmodell im Rahmen dieser Arbeit definiert werden. Dabei bietet es sich in diesem Kontext an, ein Mikrostrukturmodell als einen Ansatz zu definieren, bei dem die Wechselkursbildung maßgeblich von der Interaktion der Marktteilnehmer bestimmt wird.

D.h., ein Mikrostrukturmodell ist dadurch eindeutig als solches charakterisiert, daß es als Spiel mit asymmetrischer Informationsverteilung bzw. als sog. Bayesianisches Spiel konzipiert wird. Insofern wird in einem Mikrostrukturmodell des Devisenmarktes der (nominale) Wechselkurs als Bestandteil des Bayesianischen Nash-Gleichgewichts (BNE) oder eines perfekt Bayesianischen Gleichgewichts (PBE) des zugrundeliegenden Spiels abgeleitet. Eine nützliche Implikation dieser Abgrenzungsdefinition zwischen Mikrostrukturansatz und Makromodell besteht darin, daß in einem Mikrostrukturmodell die Erwartungsbildung der Spieler bzw. der Devisenmarktakteure endogenisiert wird, während diese in einem Makromodell per se als exogen angenommen wird. Der Grund hierfür ist, daß die Erwartungsbildung in Form der Beliefstruktur des Spiels integraler Bestandteil eines BNE bzw. auch eines PBE ist. Dieser Umstand stellt, wie sich zeigen wird, einen entscheidenden, konzeptionellen Vorteil der Mikrostrukturansätze bei der Analyse von Devisenmarktinterventionen dar und unterstreicht somit die Sinnhaftigkeit der hier vorgenommenen Abgrenzungsdefinition. Vor dem Hintergrund dieser Charakterisierung des Mikrostrukturansatzes kann demnach das Modell von Frankel und Froot (1991) als ein die Mikrostruktur des Devisenmarktes mit einbeziehendes Makromodell und der Ansatz von Bacchetta und van Wincoop (2006) als Mikrostrukturmodell mit heterogener Beliefstruktur klassifiziert werden. Aufbauend auf diese grundlegenden Überlegungen soll im Folgenden die Effektivität von Devisenmarktinterventionen diskutiert und analysiert werden.

Zur Effektivität freiwilliger Devisenmarktinterventionen
Eine Analyse auf Basis des Mikrostrukturansatzes der
Wechselkursentwicklung

Fürtjes, C.

2013, X, 302 S. 28 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-03587-7