ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Scheide, Joachim

Working Paper — Digitized Version

Anstieg und Fall des Dollarkurses - Folgen der amerikanischen Geldpolitik?

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 131

Provided in Cooperation with:
Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Scheide, Joachim (1987) : Anstieg und Fall des Dollarkurses - Folgen der amerikanischen Geldpolitik?, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 131, ISBN 3925357459, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/1092

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

KIEL DISCUSSION PAPERS

131

Anstieg und Fall des Dollarkurses - Folgen der amerikanischen Geldpolitik?

von Joachim Scheide

AUS DEM INHALT

- In den letzten 15 Jahren hat es erhebliche Änderungen des Dollarkurses gegeben. Sie lassen sich nur schwer mit Budgetdefiziten oder -überschüssen und so gut wie gar nicht mit Leistungsbilanzsalden erklären. Vielmehr scheinen die internationalen Kapitalbewegungen eine dominierende Rolle zu spielen.
- Ausschlaggebend dafür, ob Kapital in ein Land fließt oder von dort abgezogen wird, ist die Tatsache, wie die international orientierten Anleger die Geldpolitik eines Landes einschätzen und vor allem welche Inflationserwartungen sie daraus ableiten. Vieles spricht dafür, daß die seit Beginn des Jahres 1985 sehr expansive Geldpolitik in den USA für besonders inflationsträchtig gehalten wird. Die Folge: Der Dollar wertete sich drastisch ab, die USA gelten nicht mehr als "safe haven".
- Es gibt Parallelen zu den siebziger Jahren. Auch unter den Präsidenten Nixon und Carter wurde eine expansive Geldpolitik betrieben; in beiden Phasen wertete sich der Dollar ab, die Inflation beschleunigte sich deutlich. Umgekehrt war für den Kursanstieg des Dollars zu Beginn der achtziger Jahre ausschlaggebend, daß die Geldpolitik auf das Ziel der Preisniveaustabilität ausgerichtet wurde und die Inflation erheblich zurückging.
- Offenbar ist die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik für den Trend des Dollarkurses entscheidend; dennoch bleibt eine Prognose des Wechselkurses schwierig. Denn die Intentionen der Notenbanken lassen sich nur schwer prognostizieren, zumal die Strategie, Geldmengenziele anzukündigen und auch einzuhalten, in letzter Zeit immer weniger ernst genommen wurde. Insbesondere gilt dies für die amerikanische Notenbank, die in den letzten beiden Jahren ihre Zielvorgaben erheblich überschritten hat, um die Konjunktur anzukurbeln und den Dollar herunterzudrücken.
- Wer stabilere Wechselkurse will, sollte nicht an Symptomen kurieren: Vereinbarungen über feste Wechselkurse oder auch Zielzonen sind nicht haltbar, solange die Ziele der Wirtschaftspolitik von Land zu Land unterschiedlich sind. Jedes Land sollte frei sein, die wirtschaftspolitischen Ziele auf dem Weg zu erreichen, der ihm geeignet erscheint. Flexible Wechselkurse dienen dazu, die Divergenzen, die sich aus der unterschiedlichen Politik zwangsläufig ergeben, auszugleichen. Andernfalls wären Eingriffe in den internationalen Kapitalverkehr und in den freien Welthandel nötig.

INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT KIEL · APRIL 1987

ISSN 0455-0420

INHALTSVERZEICHNIS

I. Starke Schwankungen des Dollarkurses 3

II. Trends und kurzfristige Schwankungen des Wechselkurses 3

III. Können Leistungsbilanz- oder Budgetsalden den Trend des Wechselkurses erklären? 6

IV. Der Wechselkurs als relativer Preis - die Bedeutung der Geldpolitik 11

V. Geldpolitische Strategie und die Rolle der Erwartungen 13

VI. Die Konsequenzen 20

... für eine Prognose des Dollarkurses 20

... und für die währungspolitische Diskussion 21

Anhang 23

Literaturverzeichnis 26

CIP-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek

Scheide, Joachim:
Anstieg und Fall des Dollarkurses - Folgen der amerikanischen Geldpolitik? / Von Joachim Scheide
Inst. für Weltwirtschaft, Kiel. - Kiel: Inst. für Weltwirtschaft, 1987.
(Kieler Diskussionsbeiträge; 131)
ISBN 3-925357-45-9
NE: GT

©
Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel
Postfach 43 09, D-2300 Kiel 1
Alle Rechte vorbehalten
Ohne ausdrückliche Genehmigung ist es auch nicht
gestattet, den Band oder Teile daraus
auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen
Printed in Germany
ISSN 0455 - 0420

I. Starke Schwankungen des Dollarkurses

In den letzten 15 Jahren hat es spektakuläre Änderungen des Dollar-Wechselkurses gegeben: Von Anfang 1971 bis Mitte 1973 fiel der Dollar von 3,60 auf 2,35 DM, von Mitte 1976 bis Ende 1979 von 2,55 auf 1,75 DM; es folgte der Höhenflug auf 3,30 DM Anfang 1985 und zuletzt ein rascher Sturz auf 1,80 DM. Ähnlich entwickelte sich der Dollarkurs gegenüber anderen wichtigen Währungen. So heftige Schwankungen haben naturgemäß gravierende Folgen für die beteiligten Volkswirtschaften, vor allem für die vom Außenhandel abhängigen Sektoren, aber auch für internationale Anleger. Es mag daher nicht überraschen, daß die Wirtschaftspolitik versucht, solche Schwankungen abzumildern, und daß sie dann möglicherweise einen Kurs einschlägt, der ursprünglich nicht geplant war.

Welche Schlußfolgerungen man für die Wirtschaftspolitik zieht, hängt allerdings auch davon ab, welche Gründe man für die Schwankungen der Wechselkurse verantwortlich macht; darüber gehen die Ansichten allerdings weit auseinander. Im folgenden soll auf die weit verbreiteten Thesen über den Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Leistungsbilanzen einerseits und Budgetdefiziten andererseits eingegangen werden. Anschließend wird die weniger häufig genannte These erörtert, nach der für nachhaltige Auf- oder Abwertungen vor allem nachhaltige Änderungen der Geldpolitik verantwortlich sind.

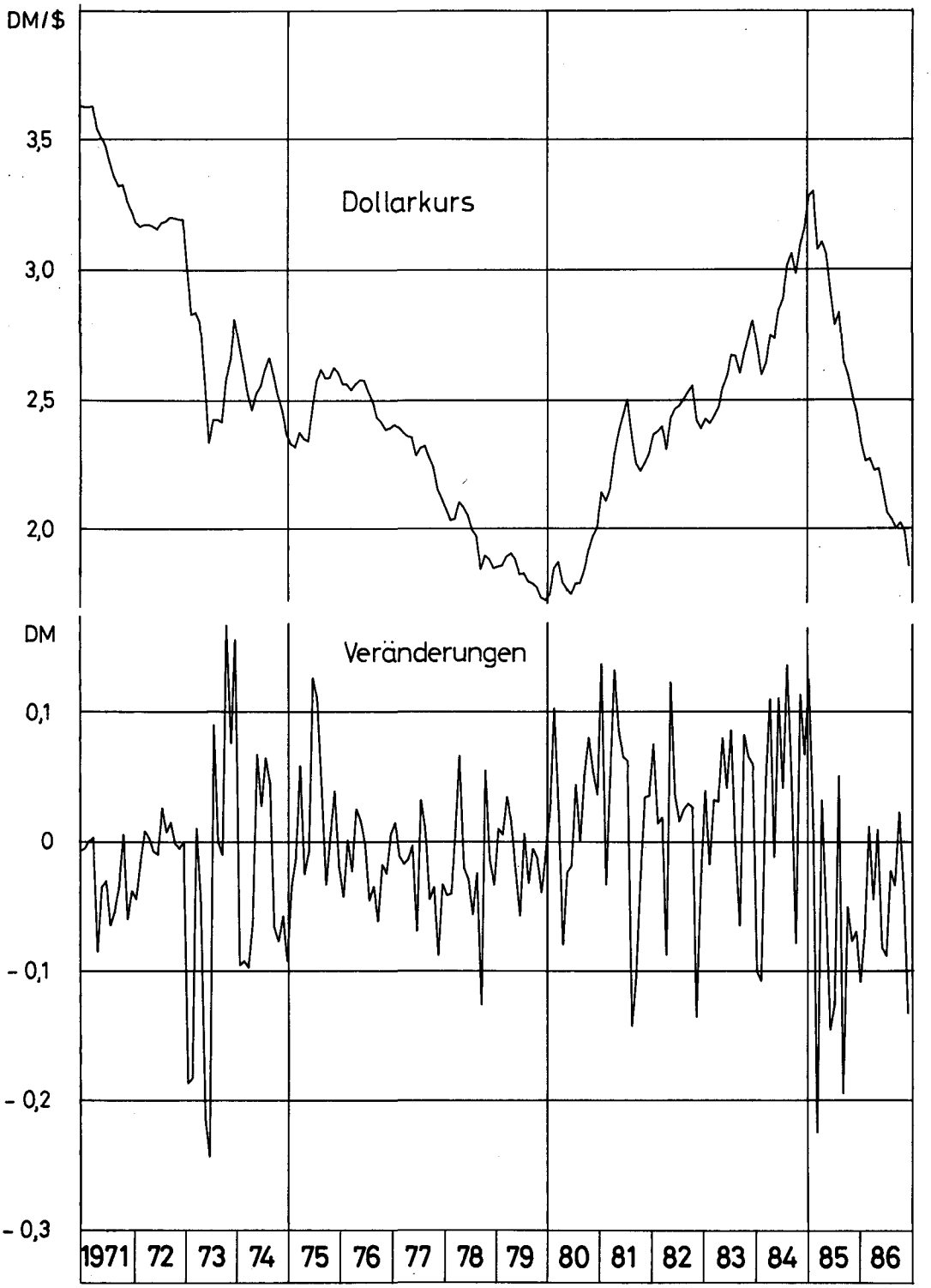
II. Trends und kurzfristige Schwankungen des Wechselkurses

Der Dollarkurs zeigte seit 1971 markante Änderungen im Trend (Schaubild 1). Regelmäßige zyklische Bewegungen sind aber nicht zu erkennen. Aufgrund der Beobachtungen bis zu einem bestimmten Zeitpunkt läßt sich also offenbar nicht ableiten, in welche Richtung sich der Wechselkurs in der nächsten Periode ändert, d.h., die beste Prognose für den Wechselkurs im nächsten Monat lautet: Er wird den Wert der laufenden Periode annehmen (1).

---

(1) Dieser Eindruck entspricht der Hypothese, daß Wechselkurse - wie auch andere Preise an den Finanzmärkten - mehr oder weniger zufällig schwanken, also einem "random walk" folgen. Strenggenommen muß man, um die Hypothese des

Schaubild 1 - Zur Entwicklung des Dollarkurses 1971-1986 (a)



(a) Monatsdurchschnitte des Kassakurses und ihre absoluten Veränderungen gegenüber dem Vormonat.

Betrachtet man die monatlichen Veränderungen des Wechselkurses, so zeigt sich, daß offenbar keine ausgeprägten Zyklen oder regelmäßige Wechsel von positiven und negativen Änderungen vorliegen (1). Dies bedeutet indes nicht, daß solche kurzfristigen Wechselkursbewegungen nicht erklärt werden könnten. Die These der effizienten Märkte impliziert, daß sich Wechselkurse nur dann ändern, wenn Schocks, also unvorhergesehene Änderungen z.B. der Geldpolitik, auftreten. Denn zu jedem Zeitpunkt - so die Hypothese - sind alle vorliegenden Informationen verarbeitet und haben sich schon in den Preisen niedergeschlagen. Will man (ex post) Preisänderungen erklären, muß man bezüglich der Geldpolitik und anderen wichtigen Einflußfaktoren ein Modell für die Erwartungsbildung schätzen. Dabei werden - so wie es der Hypothese effizienter Märkte entspricht - rationale Erwartungen unterstellt, das bedeutet, es wird ein Modell verwendet, in dem die Prognosefehler kein systematisches, also leicht erkennbares, Muster aufweisen. Diese Fehler repräsentieren dann die neuen, nicht vorhersehbaren Informationen. Die Rolle der Schocks ist in der Literatur recht ausführlich untersucht worden, und es gelang in vielen Arbeiten der Nachweis, daß nur die so definierten Schocks die Preisänderungen erklären können (2).

Aus dem Schaubild geht auch hervor, daß die Varianz der monatlichen Änderungen des Dollarkurses in der Zeit von Anfang 1973 bis Mitte 1975 sowie auch seit 1980 extrem hoch war. Dies läßt vermuten, daß in dieser Zeit ungewöhnlich viele Schocks auftraten. Tatsächlich war die Geldpolitik in den USA und in der Bundesrepublik in diesen Perioden besonders hektisch. Hinzu kommt, daß das System von Bretton Woods 1973 zusammenbrach und es vermutlich auch einen Nachholbedarf für Wechselkursänderungen gab; nicht zuletzt reagierten 1973/74 die amerikanische und die deutsche Notenbank jeweils mit unterschiedlicher Verzögerung und Schärfe auf den Anstieg der Inflation und die Erhöhung der Ölpreise. In den achtziger Jahren wurde zusätzlich zur Unstetigkeit in der amerikanischen Geldpolitik Unsicherheit dadurch hervorgerufen, daß sich die amerikanische Finanzpolitik fundamental än-

---

"random walk" zu überprüfen, die Änderungen der tatsächlichen Preise zu jedem Zeitpunkt verwenden, also von Minute zu Minute. Denn Durchschnitte für Tage oder Monate, die normalerweise in den Statistiken ausgewiesen werden, sind keine Beobachtungen im eigentlichen Sinne.

(1) Die monatlichen Änderungen des Wechselkurses kann man somit nahezu als reine Zufallsprozesse bezeichnen. Dagegen sind bei einem "random walk" (Zufallspfad) der Erwartungswert und die Varianz zeitabhängig, auch weil die Kurse einen Trend ("drift") aufweisen können.

(2) Vgl. z.B. Frenkel [1981] oder generell die Untersuchungen über effiziente Märkte.

te. So wurden die Steuern gesenkt, und das Budgetdefizit stieg kräftig an; weitere Unsicherheit wurde durch das Hin und Her um die zukünftige Finanzpolitik geschaffen. Als realer Schock kam der zeitweise kräftige Rückgang der Rohstoffpreise hinzu. All diese Faktoren können erklären, warum die Varianz der Wechselkursänderungen in diesen Phasen besonders hoch war im Vergleich zu dem Zeitraum von 1976 bis 1979, als kaum reale Schocks auftraten und die Geldpolitik in beiden Ländern zwar expansiv, aber nicht besonders unstetig war.

Im Vordergrund der folgenden Analyse stehen allerdings nicht die kurzfristigen (1), sondern die trendmäßigen Entwicklungen des Dollarkurses. Seit 1971 sind fünf Phasen mit unterschiedlichen Trends zu erkennen: Der Rückgang bis 1973, die relative Stabilität (im Trend) bis 1976, die nochmalige Abwertung bis 1980, die starke Aufwertung bis Anfang 1985 und der drastische Fall danach (2). Es wird zunächst untersucht, ob die trendmäßige Entwicklung des Dollarkurses mit den gängigen Hypothesen in Einklang zu bringen ist.

III. Können Leistungsbilanz- oder Budgetsalden den Trend des Wechselkurses erklären?

Häufig werden anhaltende Wechselkursänderungen zurückgeführt auf trendmäßige Änderungen der Leistungsbilanz- oder Budgetsalden. Dahinter steht einmal die These, daß ein Leistungsbilanzüberschuß (-defizit) zu einem Überangebot an fremder (eigener) Währung führt, in dessen Folge sich die heimische Währung dann aufwerten (abwerten) muß; die andere These lautet, daß ein Defizit (Überschuß) im öffentlichen Haushalt die staatliche Nachfrage nach Ersparnissen erhöht (senkt), mit der Folge, daß die Zinsen steigen (sinken) und deshalb die heimische Währung höher (niedriger) bewertet wird.

---

(1) Eine solche Untersuchung würde ein Modell verlangen, das die Erwartungsbildung explizit berücksichtigt.

(2) Die hier genannten Änderungen im Trend waren in der Regel so markant, daß sie auch reale (also um Inflationsunterschiede bereinigte) Änderungen des Wechselkurses bedeuteten. Im folgenden wird deshalb nicht immer explizit ein Unterschied zwischen nominalen und realen Wechselkursen gemacht.

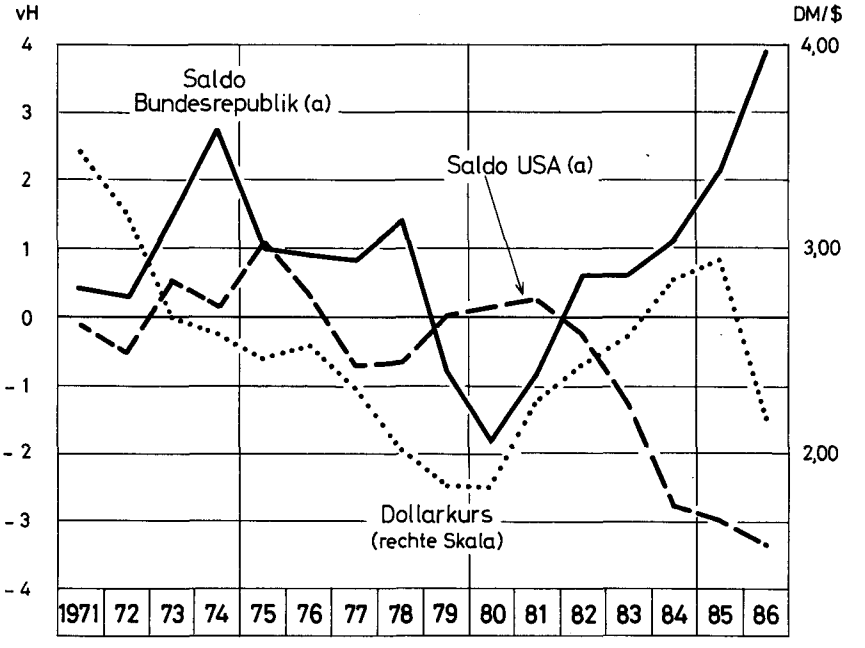
Was den Zusammenhang zwischen *Leistungsbilanz* und Wechselkurs anlangt ("Leistungsbilanzthese"), so widersprach die Entwicklung zu Anfang der achtziger Jahre dieser These vollkommen; denn parallel zum Anstieg des Defizits in der amerikanischen Leistungsbilanz wertete sich der Dollar nicht ab, sondern auf (Schaubild 2). Auch hat der Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses der Bundesrepublik bis 1985 nicht, wie die These nahelegt, zu einer Aufwertung der D-Mark geführt, vielmehr wertete sich die D-Mark gegenüber dem Dollar ab. Desgleichen galt für die siebziger Jahre offenbar nicht, daß ein hoher oder steigender Überschuß zu einer Aufwertung der jeweiligen Währung führte; fast immer war die tatsächliche Entwicklung anders, als es der Theorie entsprochen hätte (1).

Offenbar geht kein eindeutiger Einfluß von den Salden in der Leistungsbilanz auf den Wechselkurs aus; vielmehr scheint die Wirkungsrichtung umgekehrt, also von dem Wechselkurs zu den Ex- und Importen zu verlaufen. Dies erscheint einleuchtend, denn der Wechselkurs beeinflußt die internationale Wettbewerbsfähigkeit eines Landes und damit auch - neben anderen Faktoren - die Handelsströme. Offen bleibt dann jedoch, was den Wechselkurs bestimmt. Das Gegenstück zur Leistungsbilanz ist die Kapitalbilanz. Vieles spricht dafür, daß induzierte Änderungen der Kapitalbilanz für Änderungen des Wechselkurses eine Rolle gespielt haben. Wenn Kapitalmobilität herrscht, entscheiden sich international orientierte Investoren für eine Anlage in demjenigen Land, für das sie die größten Gewinnchancen für ihre Investitionen erwarten. Es gibt wichtige Gründe dafür, daß zu Beginn der achtziger Jahre die USA als relativ attraktiv erschienen: erstens waren die Wachstumsaussichten in Westeuropa - und auch in Japan - im Vergleich zu den siebziger Jahren gedrückt, und zweitens waren viele der Entwicklungsländer, normalerweise natürliche Kandidaten für Auslandsinvestitionen, hoch verschuldet und befanden sich am Rande einer Krise. In diesem Umfeld bestanden in den USA die besseren Aussichten: Die Steuerpolitik zielte darauf ab, die Rentabilität der Investitionen zu erhöhen und so das Wachstum auf mittlere Sicht zu stärken; gleichzeitig wurde die Geldpolitik auf das Ziel der Preisniveaustabilität ausgerichtet. Somit sprach in dieser Zeit viel für die Attraktivität der USA [vgl. dazu Giersch, 1985]; tatsächlich gab es in der amerikanischen Wirtschaft bis 1984 einen - im internationalen Vergleich - sehr kräftigen Aufschwung, bei dem gleichzeitig die Inflationsrate

---

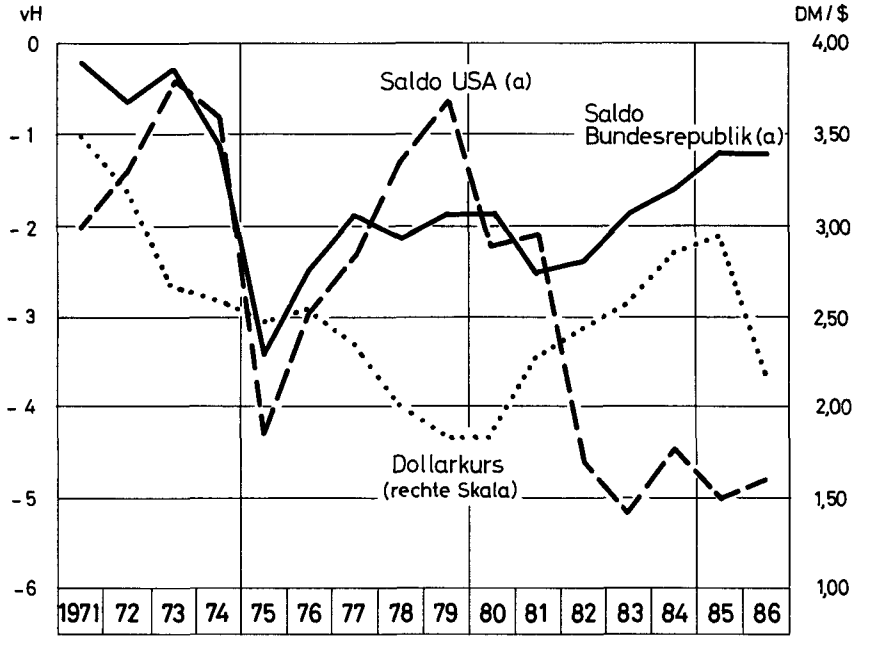
(1) Eigentlich ist der effektive, also der mit den jeweiligen Außenhandelsanteilen gewichtete Wechselkurs für die Analyse der Leistungsbilanzsalden eher geeignet. Aber auch wenn man diesen Indikator verwendet, kann der postulierte Zusammenhang nicht belegt werden (vgl. Schaubild A1).

Schaubild 2 - Amerikanische und deutsche Leistungsbilanz und Dollarkurs 1971-1986



(a) Leistungsbilanzsaldo jeweils in vH des Bruttosozialprodukts.

Schaubild 3 - Budgetsalden in der Bundesrepublik und in den USA sowie Dollarkurs 1971-1986



(a) Budgetsaldo jeweils in vH des Bruttosozialprodukts.

deutlich zurückging. Offenbar dominierten solche Erwartungen die Investitionsentscheidungen, und von daher war die Umkehr der Kapitalströme zu Anfang der achtziger Jahre fast zwangsläufig. Die USA exportierten weniger und importierten mehr Kapital, gleichzeitig wertete sich der Dollar erheblich auf. Das Defizit in der Leistungsbilanz, das in der Folge entstand, war nur die andere Seite der Medaille. Die Anleger waren offenbar bereit, ihr Geld bei steigendem Dollar in den USA zu investieren; daher gab es keinen Anlaß, an der Finanzierbarkeit des Defizits zu zweifeln.

Wenn somit in den USA zu Beginn der achtziger Jahre das Leistungsbilanzdefizit mit einer Aufwertung verbunden war, so muß es aber keineswegs so sein, daß die Leistungsbilanzthese völlig falsch ist und umgekehrt werden muß, daß also Aufwertung und Defizit oder Abwertung und Überschuß zusammengehören. Denn es gibt viele Beispiele aus jüngster Vergangenheit, in denen ein Defizit, so wie es die Leistungsbilanzthese nahelegt, tatsächlich mit einer Abwertung der Währung verbunden war. In den siebziger Jahren werteten sich über einen längeren Zeitraum die italienische Lira, das britische Pfund und der französische Franc ab, gleichzeitig war das Defizit in der Leistungsbilanz dieser Länder unverändert hoch oder stieg sogar kräftig an. Auch zu Beginn der achtziger Jahre geriet der Franc unter Druck und verschlechterte sich die Leistungsbilanz drastisch, als die französische Regierung eine expansive Politik betrieb. Aber auch hier galt, daß diese Entwicklung durch eine Änderung der Kapitalströme ausgelöst wurde: Allem Anschein nach wurde die Politik in diesen Ländern als reine Nachfragestimulierung interpretiert und damit für "unsolide" gehalten; die internationalen Investoren zogen sich zurück. Die Währungen dieser Länder verloren an Wert, und dem Defizit in der Kapitalbilanz entsprechend vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit.

Eine andere Hypothese lautet, daß die *Budgetsalden* eines Landes einen eindeutigen Einfluß auf den Wechselkurs haben ("Budgetthese") (1). Dieser Zusammenhang galt offenbar zu Anfang der achtziger Jahre: Nach 1979 - und besonders nach 1981 - stieg das Defizit im US-Bundeshaushalt kräftig an, und der Dollar wertete sich nach 1980 auf (Schaubild 3). Auch entspricht es dem postulierten Zusammenhang, daß sich das Defizit in der Bundesrepublik leicht zurückbildete. Jedoch kann der drastische Rückgang des Dollarkurses seit Anfang 1985 mit der Budgetthese nicht vereinbart werden, denn das US-Defizit ist 1985 gestiegen und 1986 allenfalls nur

(1) Diese These wird von vielen Ökonomen vertreten; vgl. u.a. Feldstein [1984].

leicht zurückgegangen. Man müßte, um den Zusammenhang zu retten, unterstellen, daß die Investoren nun einen kräftigen Abbau des amerikanischen Defizits erwarten, etwa weil das (Gramm-Rudman-Hollings) Gesetz zum Budgetausgleich beschlossen worden ist. Allerdings scheint diese Einschätzung in den USA derzeit nicht zu überwiegen; vielmehr wird in den meisten Prognosen auch für die kommenden Jahre mit einem Defizit gerechnet, das hoch bleibt oder allenfalls nur leicht abnimmt. Abgesehen von diesen Zweifeln, die aus den jüngsten Beobachtungen herrühren, entsprach auch die Entwicklung in den siebziger Jahren nicht immer der Budgetthese: Obwohl sich das amerikanische Defizit bis 1973 nur wenig geändert hatte, fiel der Dollar kräftig; der danach sehr deutliche Anstieg des Defizits war nicht mit einer Aufwertung des Dollars verbunden, und von 1976 bis 1979 bildeten sich dann die Defizite sowohl in den USA als auch in der Bundesrepublik zurück, gleichzeitig verlor aber der Dollar kräftig an Wert (1).

Auch bezüglich der Entwicklung der Budgetdefizite scheint wichtig zu sein, wie die zugrundeliegende Politik von den internationalen Investoren eingeschätzt wird. Wie schon für die Analyse der Leistungsbilanzthese gezeigt werden konnte, war es nicht so sehr entscheidend, daß das Budgetdefizit selbst stieg. Denn dann hätten Italien, das Vereinigte Königreich und Frankreich in den siebziger Jahren (2) eine starke Währung haben müssen, da ja die Budgetthese unterstellt, daß der erhöhte Kreditbedarf des Staates zu einem Anstieg der Zinsen und in der Folge auch zu einem Anstieg des Wechselkurses führen muß. Die Politik des "deficit spending" in diesen Ländern wurde aber ganz offensichtlich nicht als wachstumsfördernd eingeschätzt, daher wurde Kapital nicht attrahiert, sondern eher abgeschreckt; die Währungen dieser Länder werteten sich ab. Die Investoren waren nur zu einem niedrigeren Wechselkurs bereit, die höhere Staatsverschuldung zu finanzieren. Daß die Interpretation der amerikanischen Politik zu Beginn der achtziger Jahre in dieser Hinsicht positiv ausfiel, wurde schon gesagt. Offenbar galt die Finanzpolitik - oder genauer: der Anstieg des Haushaltsdefizits - nicht als unsolide, vermutlich weil der Schwerpunkt bis dahin eher bei der Angebotspolitik lag. Allerdings wäre zu erklären, warum sich diese Einschätzung im Verlauf von 1985 und 1986 geändert hat. Dazu mehr im übernächsten Abschnitt.

---

(1) Auch wenn man die effektiven Wechselkurse heranzieht, wird die These nicht besser gestützt (vgl. Schaubild A2).
(2) Dasselbe gilt für das französische Experiment zu Beginn der achtziger Jahre.

Festzuhalten bleibt, daß solche Theorien, die allein auf die Höhe oder die Veränderung von Salden in der Leistungsbilanz und im öffentlichen Haushalt abstellen, wohl nicht geeignet sind, die Schwankungen und die trendmäßigen Bewegungen der Wechselkurse zu erklären. Es scheint vielmehr wichtig, welche Ziele die Wirtschaftspolitik verfolgt und welches Urteil die in- und ausländischen Investoren über die jeweilige Politik fällen. Im folgenden soll gezeigt werden, daß es Anhaltspunkte dafür gibt, nach welchen Kriterien die Investoren über ihre Anlagen entscheiden.

IV. Der Wechselkurs als relativer Preis - die Bedeutung der Geldpolitik

In den letzten zehn Jahren haben immer mehr Ökonomen den "monetären Ansatz" vertreten (1); diese Theorie führt die Änderungen des Wechselkurses in erster Linie auf Änderungen der Geldpolitik der beteiligten Länder zurück. Die Aussage, der Wechselkurs sei der "relative Preis zwischen zwei Währungen", ist allerdings ebenso trivial wie irreführend. Zwar kann der Wechselkurs nur so definiert werden, doch es wäre falsch zu erwarten, daß man nur auf die veröffentlichten Geldmengendaten zweier Länder zu sehen habe und diese dann unmittelbar zur Erklärung des Wechselkurses heranziehen könne. Es wäre in der Tat sehr einfach, wenn man z.B. die Kurse für Aktien oder Rentenpapiere allein mit der Angebotsseite erklären könnte; für die Preise an Finanzmärkten ist nicht so sehr die Höhe oder die Veränderung der umlaufenden Titel (Aktienvolumen, Bestand an Staatsschuldtiteln) entscheidend, sondern die Erwartungen bezüglich zukünftiger Erträge für die einzelnen Vermögensarten. Außer der Angebotsseite ist wichtig, welche Änderungen sich auf der Nachfrageseite ergeben; die Nachfrage hängt wiederum u.a. von den Erwartungen ab, die auch vom Geldangebot beeinflußt werden. Die Schwierigkeit der Analyse besteht allerdings darin, daß diese Erwartungen nicht beobachtet werden können und sich auch nicht ohne weiteres aus den Geldmengendaten ableiten lassen.

Laufende Veränderungen der Geldmengenexpansion können vermutlich Bewegungen des Wechselkurses auf ganz kurze Sicht erklären. Entsprechend der Theorie des

(1) Zu diesem Ansatz siehe insbesondere Frenkel [1976].

"overshooting" wertet sich die Währung eines Landes real ab, wenn seine Geldpolitik expansiv wird; diese These beschreibt den Liquiditätseffekt der Geldpolitik für die offene Volkswirtschaft (1). Die Tatsache, daß die relative Entwicklung der Geldmengenexpansion die Wechselkursbewegungen nicht durchgehend erklären kann, hat den "monetären Ansatz" bei vielen in Mißkredit gebracht. Allerdings muß berücksichtigt werden, daß sich z.B. die Umlaufsgeschwindigkeit in den USA und in der Bundesrepublik ganz unterschiedlich entwickelt hat. Obwohl die Geldmenge M1 in den USA beispielsweise in den siebziger Jahren im Trend langsamer stieg als in der Bundesrepublik, war die Inflationsrate in den USA deutlich höher.

Der "monetäre Ansatz" in seiner herkömmlichen Form kann nicht hinreichend erklären, warum sich reale Wechselkurse über einen längeren Zeitraum stark ändern (2). Denn diese Theorie impliziert letztlich die Gültigkeit der Kaufkraftparitätentheorie, nach der sich nominale Wechselkurse im großen und ganzen (3) so entwickeln, daß die Unterschiede in den Inflationsraten ausgeglichen werden. Tatsächlich wertete sich aber der Dollar im Verlauf der siebziger Jahre gegenüber der D-Mark real um insgesamt 40 vH ab, zu Beginn der achtziger Jahre stieg er über einen Zeitraum von fünf Jahren um nicht weniger als 100 vH. Für den effektiven Wechselkurs des Dollars ergaben sich Änderungen in ähnlicher Größenordnung.

---

(1) Das "overshooting"-Theorem beruht auf der Hypothese, daß die Anpassungsgeschwindigkeiten auf einzelnen Märkten unterschiedlich hoch sind; sehr rasch reagieren die Finanzmärkte, der Transmissionsmechanismus setzt sich dann über andere Märkte fort. Wird die Geldpolitik expansiver, steigt deshalb zunächst die Nachfrage nach festverzinslichen Anlagen; die inländischen Zinsen sinken, und die Zinsdifferenz zum Ausland wird geringer oder negativ. Dies wiederum impliziert, daß per Termin eine Aufwertung der heimischen Währung erwartet wird. Da sich aber die Währung mittelfristig gegenüber dem Ausgangsniveau abwerten muß, folgt auf die expansive Geldpolitik sofort eine Abwertung, die über die mittelfristig notwendige Abwertung hinausgeht. Diese Wechselkursänderung ist real, da annahmegemäß die Gütermärkte - und damit auch das Preisniveau - erst später reagieren. Nach Ablauf des Prozesses kehrt der Wechselkurs wieder auf den Pfad zurück, der durch die Kaufkraftparität bestimmt wird, d.h., der reale Wechselkurs ändert sich auf lange Sicht nicht. Zum "overshooting" vgl. Dornbusch [1976].

(2) Vgl. die Kritik bei Fürstenberg [1985, S. 39 ff.]. Die Kaufkraftparitätentheorie ist nichts anderes als das Korrelat der Quantitätstheorie; hier wie dort haben Änderungen der Geldmenge - zumindest auf längere Sicht - keine realen Wirkungen.

(3) Änderungen des realen Wechselkurses können sich auch beim "monetary approach" ergeben, und zwar z.B. dann, wenn die Entwicklung des Realeinkommens in den betreffenden Ländern unterschiedlich ist. Allerdings reicht die Höhe der entsprechenden Elastizitäten nicht aus, so starke Wechselkursänderungen, wie sie in den letzten Jahren zu beobachten waren, zu erklären.

V. Geldpolitische Strategie und die Rolle der Erwartungen

Große und anhaltende Änderungen der realen Wechselkurse hat es in der Vergangenheit häufig für solche Länder gegeben, die eine extrem hohe Inflation aufwiesen oder sogar in den Prozeß der Hyperinflation gerieten; eine dadurch verursachte Kapitalflucht war z.B. in jüngster Zeit typisch für Länder mit Schuldenproblemen. Reagieren internationale Investoren ähnlich, wenn sich in anderen Ländern die Inflation weniger deutlich beschleunigt?

Die Entscheidung, ob Kapital in einem Land - insbesondere auch in einem Reservewährungsland - angelegt wird, hängt vermutlich von der relativen Stabilität in diesem Land ab. Diese Stabilität kann aus der Sicht des Investors verschiedenes bedeuten, z.B. ob ein Land hohe Gewinnmöglichkeiten für Sachinvestitionen bietet, ob die Besteuerung des Kapitals niedrig ist, ob keine Gefahr der Enteignung besteht, ob die Märkte frei sind von Regulierungen und Eingriffen des Staates - oder ganz allgemein, ob die Wirtschaftspolitik aus der Sicht der internationalen Anleger auf eine langfristig stabile Wirtschaftsentwicklung ausgerichtet ist. Sicherlich spielt die Angebotsdynamik der Wirtschaft oder die marktwirtschaftliche Ausrichtung der Politik eine wichtige Rolle; bedeutsam dürfte aber auch die Stabilität des Preisniveaus sein: Eine Politik, die Inflation zuläßt oder als Mittel zur Erreichung bestimmter Ziele bewußt in Kauf nimmt, wird auch hinsichtlich der anderen Ziele mit Skepsis betrachtet. Eine hohe Inflation wird oft auch als ein Zeichen dafür angesehen, daß reale Anpassungsschwierigkeiten (etwa das Problem der Arbeitslosigkeit oder strukturelle Probleme) verdeckt oder durch einen Trick überwunden werden sollen. Inflation scheint also mit einer marktwirtschaftlichen Ausrichtung der Wirtschaftspolitik schwer vereinbar. So haben viele hochverschuldete Entwicklungsländer, die derzeit zu den Problemländern gezählt werden, gemeinsam, daß sie auf das Mittel der Inflationierung zurückgegriffen haben, entweder um die ausufernden Defizite in den öffentlichen Haushalten zu finanzieren oder um Anpassungshärten auf dem Arbeitsmarkt oder auf Gütermärkten zu vermindern.

Wenn dies so gesehen wird, dann werden internationale Investoren aufmerksam verfolgen, ob ein Land dazu übergeht, mehr Inflation zuzulassen. Dies läßt sich aus den laufenden Geldmengendaten nicht unmittelbar ableiten; ein oder zwei Quartale mit höheren Geldmengenzuwachsraten als zuvor müssen nicht unbedingt die mittelfristige Einschätzung ändern. Die Erwartungen werden vielmehr dadurch be-

einflußt, welches "regime" der Geldpolitik herrscht, d.h. welches wirtschaftspolitische Ziel für die Notenbank jeweils Vorrang hat und ob die geldpolitischen Maßnahmen zieladäquat sind. Die Ziele der Geldpolitik können im Zeitablauf durchaus wechseln.

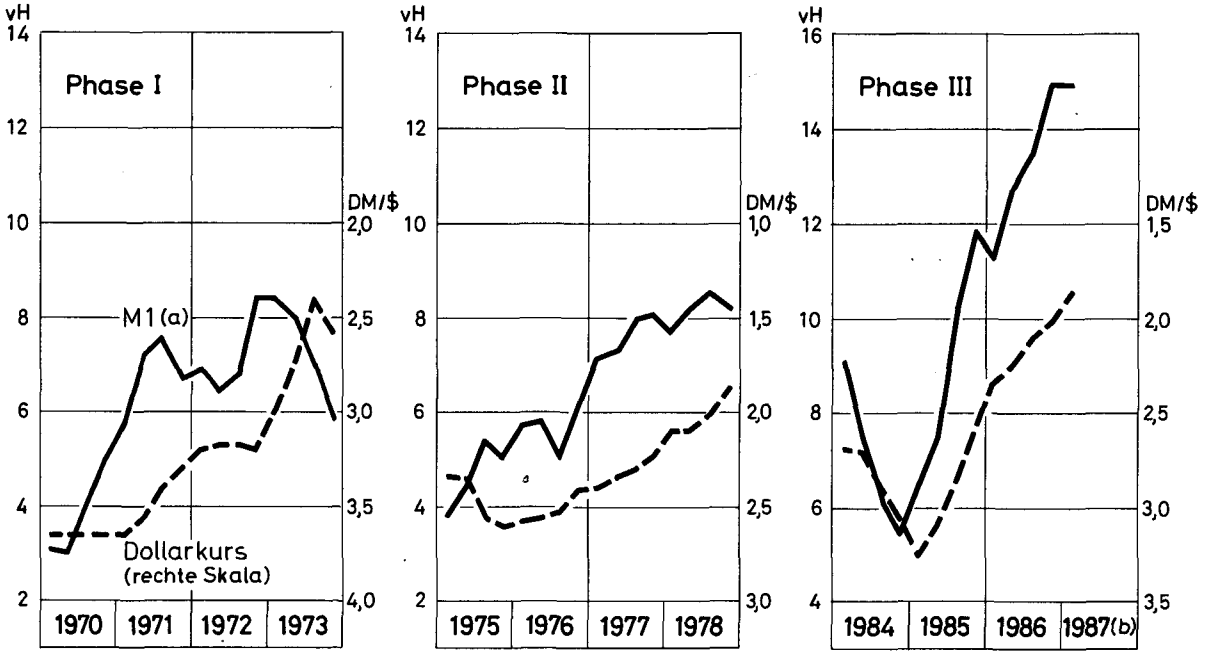
Was den Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Dollar-Wechselkurs angeht, so läßt sich dieser an Beispielen aus der Vergangenheit demonstrieren (Schaubild 4) (1). Sowohl zu Anfang als auch gegen Ende der siebziger Jahre wurde die amerikanische Geldpolitik sehr expansiv. Offenbar herrschte in den beiden Perioden ein ähnliches "regime". Unter Präsident Nixon (Phase I) wurde versucht, die Wirtschaft anzukurbeln. Ziel war es dabei, die realen Effekte möglichst groß werden zu lassen; daher führte man zeitweise sogar Lohn- und Preiskontrollen ein, die allerdings sehr bald wieder aufgehoben werden mußten. Diese Politik schürte die Inflationserwartungen; der Dollar wertete sich massiv ab, und die Inflation beschleunigte sich 1973/74 beträchtlich (2). Die gleiche Expansionspolitik wurde unter Präsident Carter ab 1976 betrieben (Phase II). Damals wurde im Rahmen der Lokomotiven-Strategie wiederum auf eine expansive Geldpolitik gesetzt, und die Folgen waren ganz ähnlich wie zuvor: Der Dollar wertete sich ab (3), die Inflation beschleunigte sich im Jahr 1978 und danach deutlich (4). Diese beiden Episoden stehen gewissermaßen für das keynesianische Experiment der siebziger Jahre, das natürlich nicht nur in den USA, sondern auch in einer Reihe von anderen Ländern betrieben wurde, u.a. in Italien, Frankreich (5) und in dem Vereinigten Königreich.

Zu dieser These, die den Wechsel in der geldpolitischen Strategie betont, paßt, daß sich der Dollar in den achtziger Jahren zunächst kräftig aufwertete. Denn mit dem Wechsel in der amerikanischen Administration zu Beginn von 1981 wurde offen-

---

(1) Vgl. auch Schaubild A3, das den effektiven Wechselkurs des Dollars berücksichtigt.
(2) Verstärkt wurde der Anstieg der Inflationsraten vorübergehend durch die Ölpreiserhöhung.
(3) Bedeutsam war hier die Politik des "talking the Dollar down" durch den damaligen Finanzminister Blumenthal und andere. Das Herunterreden allein genügt jedoch nicht; die Geldpolitik muß sich entsprechend expansiv verhalten. Dies zeigte sich auch in der jüngsten Vergangenheit.
(4) Auch hier kam - wiederum nachdem die Inflation schon zugenommen hatte - die Verstärkung des Preisauftriebs durch die erneute Anhebung der Ölpreise hinzu.
(5) Frankreich verfolgte eine ähnliche Politik nochmals zu Beginn der achtziger Jahre.

Schaubild 4 - US-Geldpolitik und Dollarkurs: Drei Abwertungsphasen



(a) Anstieg gegenüber dem Vorjahr in vH. - (b) Erstes Quartal geschätzt.

bar die Wirtschaftspolitik deutlich geändert. Neben anderen Maßnahmen - vor allem im Bereich der Rentabilitätspolitik - war die Entscheidung zentral, die Inflationsrate, die inzwischen zweistellig geworden war, zu reduzieren. Darauf wurde auch die Geldpolitik ausgerichtet, und sie hat damit Erfolg gehabt: Die Inflationsrate sank bis 1985 auf 3,5 vH. Die Folge war, daß die USA als Anlageland wieder attraktiv wurden und den Nimbus als "safe haven" zurückgewannen. Nachdem in der Zeit der hohen Inflation Kapital abgeflossen war, strömte nun Kapital in das Land zurück; die "currency substitution" kehrte sich zugunsten der USA um.

Seit Anfang 1985 hat sich die Politik in den USA aber erneut geändert. Nicht nur beschleunigte sich die Geldmengenexpansion anhaltend; auch die Erklärungen und Ziele der wirtschaftspolitischen Instanzen wichen von dem ab, was man bis 1984 zur Rechtfertigung der Politik angeführt hatte (1). Nachdem zuvor das Ziel der Preisniveaustabilität dominiert hatte und ein hoher Dollarkurs als unproblematisch, wenn nicht gar als Unterstützung für den wirtschaftspolitischen Kurs selbst angesehen worden war, setzte sich bei Notenbank und Regierung mehr und mehr die Auffassung durch, daß die Konjunktur angekurbelt werden müßte. Zu diesem Ziel konnte die Finanzpolitik wenig beitragen, war doch das Defizit im Bundeshaushalt

(1) Vgl. hierzu auch die Diskussion bei Scheide [1986c].

schon kräftig gestiegen. Als die wirtschaftliche Aktivität langsamer zunahm, erschienen die realen Probleme (die Krise im Agrarsektor, in strukturschwachen Branchen und nicht zuletzt im Bankensektor) dringender. Auch wollte die Politik die Exportindustrie fördern, indem man den Dollar - praktisch als Ersatz für offenen Protektionismus - herunterdrückte. Dies geschah verbal - der "Blumenthal-Dollar" findet so seine Parallele im "Baker-Dollar" - und aufgrund internationaler Absprachen ("Plaza-Meeting" im September 1985). Die Basis erhielt diese Politik dadurch, daß die Notenbank letztlich bereit war, das Ziel des niedrigeren Dollarkurses durch ein entsprechend steigendes Geldangebot zu akkommodieren. Zusätzlich zu der Änderung in der Geldpolitik wechselten offenbar auch die Prioritäten in der Finanzpolitik; hier standen nun nicht mehr die Anreize für mehr Investitionen im Vordergrund. Hinzu kam, daß sich die Einschätzung der Investoren bezüglich des US-Haushaltsdefizits offenbar gewandelt hat; im Gegensatz zu den ersten Jahren der Reagan-Administration gab es kaum noch jemanden, der an einen Abbau des Budgetdefizits durch Ausgabenkürzungen glaubte [vgl. dazu auch Scheide, 1986b].

Offensichtlich stellt die neue Politik also einen Wechsel im "regime" dar, auch wenn sich die Geldmengenexpansion erst über einen Zeitraum von zwei Jahren beschleunigt hat - in den siebziger Jahren waren es drei bzw. vier Jahre (Phase I bzw. Phase II). Ein Indiz liefert dafür die Einschätzung der internationalen Investoren; sie ist anscheinend dieselbe wie in den siebziger Jahren, denn der Dollar begann fast gleichzeitig mit dem Wechsel in der Geldpolitik zu fallen und war bis zuletzt rückläufig. Somit scheinen Rhetorik und Politik der wirtschaftspolitischen Instanzen einerseits und Reaktionen der Anleger andererseits genau so zu sein wie in den beiden Phasen der siebziger Jahre, in denen sich der Dollar ebenfalls deutlich abwertete. Betont werden muß, daß es bei dieser Betrachtung nicht auf die quantitative Genauigkeit des Zusammenhangs ankommt. Die Gültigkeit der hier vorgetragenen These ist nicht davon abhängig, daß der Dollar auf 1,80 DM statt z.B. "nur" auf 2,30 DM gefallen ist. Wichtig ist der deutliche Wechsel im Trend.

Die Entwicklung der vergangenen zwei Jahre unterscheidet sich von der Periode Mitte 1982 - Mitte 1983, während der es in den USA ebenfalls eine starke Beschleunigung der monetären Expansion gegeben hatte. Auch prognostizierten aufgrund dieser Politik einige Ökonomen einen Anstieg der Inflation [vgl. z.B. Friedman, 1983]. Allem Anschein nach schätzten die Marktteilnehmer die Politik aber nicht als eine nachhaltige Abkehr vom Stabilitätskurs ein, denn trotz der

rascheren monetären Expansion wertete sich der Dollar nicht ab. Die Erwartung, daß diese Beschleunigung nur eine Episode sein würde, bestätigte sich dann auch, da die Notenbank ab Frühjahr 1983 wieder einen moderaten Kurs einschlug. Das "regime" der Geldpolitik hat sich damals also noch nicht geändert, das Ziel der Preisniveaustabilität behielt den Vorrang. Dies scheint aber heute anders zu sein.

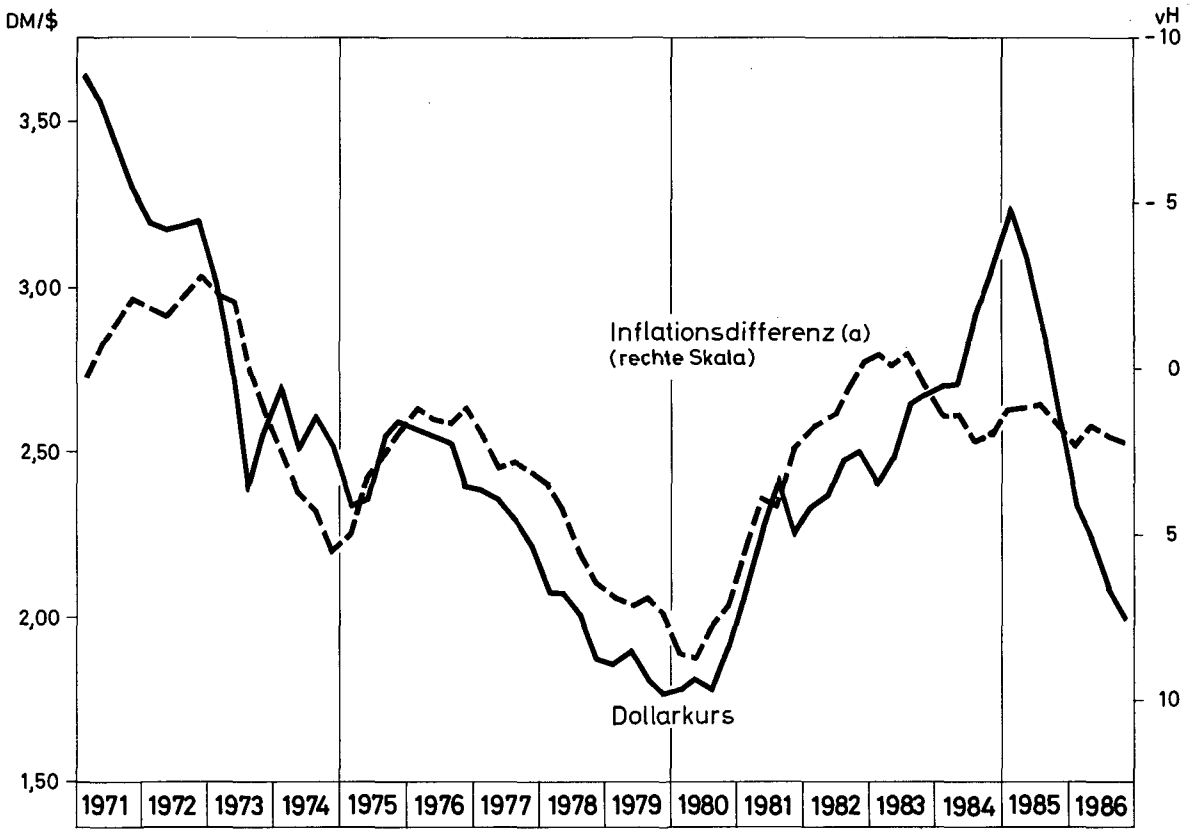
Die Parallelität zu den beiden Phasen in den siebziger Jahren ist aber anscheinend nicht vollständig: bislang hat sich nämlich die Inflation in den USA noch nicht nachhaltig beschleunigt. Insofern könnten Zweifel bestehen, daß die These berechtigt ist, die Investoren hätten auf einen Wechsel in der geldpolitischen Strategie reagiert. Allerdings gibt es zwischen Veränderungen der Geldmengenexpansion und Veränderungen der Inflationsrate üblicherweise einen Wirkungslag, der in der Vergangenheit (sechziger und siebziger Jahre) rund zwei Jahre betrug, dabei aber auch sehr variabel war. Die Investoren reagieren auf den Kurswechsel und antizipieren einen Anstieg der Inflation über kurz oder lang; ob die Inflation sofort oder mit zeitlicher Verzögerung eintritt, ist nicht so wichtig wie die Erwartung, daß sie kommen wird. Im übrigen gab es erste Anzeichen für eine Zunahme des Preisanstiegs in den USA schon gegen Ende des Jahres 1985. Diese Tendenz wurde aber 1986 unterbrochen, als die Ölpreise kräftig fielen; die Inflationsrate bildete sich gegenüber dem Vorjahr nochmals - auf rund 2 vH - zurück. Als die ölpreisbedingten Effekte abklangen, stiegen aber die Preise wieder stärker: Zwischen August 1986 und Januar 1987 nahmen die Verbraucherpreise um reichlich 4,5 vH zu. Es ist wahrscheinlich, daß sich die USA nun in einer Phase wieder deutlich steigender Inflationsraten befinden (1).

Wenn das "regime" und die daraus abgeleiteten Erwartungen einen Einfluß auf den Wechselkurs haben, müßte sich ein enger Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Inflationsentwicklung ergeben. Diese These läßt sich anhand der Differenz zwischen den Inflationsraten der beiden Länder gut darstellen (Schaubild 5). Seit die Wechselkurse flexibel sind, laufen Wechselkurs und Inflationsgefälle zwischen den USA und der Bundesrepublik im großen und ganzen parallel. Zwar gibt es zeitwei-

---

(1) In der Vergangenheit wurden immer wieder Zweifel an der Tauglichkeit des Indikators M1 geäußert; das Fed hat dieses Aggregat in diesem Jahr sogar als Zielgröße fallengelassen. Wenn die Stringenz des Zusammenhangs zwischen M1 und der wirtschaftlichen Aktivität vielleicht gelitten hat, so zeigt diese Größe offenbar immer noch recht zuverlässig die Richtung des geldpolitischen Kurses an [Scheide, 1986c]. Daß die Geldpolitik in den letzten zwei Jahren eindeutig expansiv gewesen ist, sieht man an der Entwicklung anderer Aggregate.

Schaubild 5 - Zur Parallelität zwischen Dollarkurs und Inflationsgefälle 1971-1986



(a) Differenz zwischen dem Anstieg der Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik Deutschland (Vorjahresvergleich).

se beträchtliche Abweichungen (1); doch bleibt der Zusammenhang im Trend weitgehend bestehen. So können die Änderungen des trendmäßigen Verlaufs des Wechselkurses gut nachgezeichnet werden: Der Rückgang des Dollars bis Ende 1973, die relative Stabilität bis 1976, der erneute Rückgang von 1977 bis 1980, der Anstieg bis Anfang 1985 sowie (sollte sich die Inflation in den USA, wie vermutet, stärker beschleunigen als in der Bundesrepublik) auch der Rückgang danach (2).

---

(1) Besonders ausgeprägt war sie 1984/85, als der Dollar sich für kurze Zeit nochmals kräftig aufwertete.

(2) Offenbar dominiert, was die Effekte auf den Wechselkurstrend anlangt, die Politik des größeren Landes, also hier der USA. Obwohl in der Bundesrepublik die Geldpolitik fast immer im Einklang mit der amerikanischen Politik geändert wurde, blieben die Inflationswirkungen hier deutlich geringer. Dies bedeutet, daß die internationalen Investoren der Bundesrepublik eher einen "Stabilitätsbonus" geben und erwarten, daß das Ziel der Preisniveaustabilität in den USA stärker verletzt wird.

Die Hypothese, die auf die Inflationsdifferenzen abstellt, ist durchaus kompatibel mit dem monetären Ansatz der Wechselkurserklärung, wenn man diesen erweitert. Das "regime" der Geldpolitik bestimmt weitgehend die Einschätzung der künftigen Politik durch die Investoren. Wird in den USA aufgrund der Geldmengendaten und des Umfelds (Erklärungen der Notenbank, offensichtliche Prioritäten der Politik usw.) mit mehr Inflation in der Zukunft gerechnet, dann nimmt die Nachfrage nach dem Dollar ab. International orientierte Anleger meiden die Währung, die sich stärker inflationiert; sie schichten ihr Portefeuille so um, daß der Anteil z.B. an amerikanischen Titeln sinkt (1). Folglich nimmt die Geldnachfrage im Vergleich zum Anstieg der Inflationsrate nicht proportional, sondern in stärkerem Maße ab. Demgegenüber erhält eine Währung, für die eine geringe Verminderung der Kaufkraft erwartet wird, eine "Stabilitätsprämie" (2).

Die Anleger meiden die Währung, die sich stärker entwertet, auch deshalb, weil sich die Sicherheit des Ertrags in dem entsprechenden Land vermindert hat. Ein Grund dafür ist, daß - wie die Erfahrungen zeigen - eine hohe Inflationsrate meist verbunden ist mit einer höheren Varianz der Inflationsrate; das bedeutet, daß das Kursrisiko (oder umgekehrt das Zinsrisiko) einer Anlage im Dollarraum höher ist, wenn in den USA die Inflationsrate zunimmt. In diesem Zusammenhang sind also die Erwartungen der Anleger entscheidend dafür, wie groß ihre Nachfrage nach einer bestimmten Währung ist. Diese Erwartungen werden von dem geldpolitischen "regime" beeinflußt; die Inflationsrate, die sich ergibt, ist letztlich das Ergebnis des

---

(1) Vgl. dazu auch die ausführliche Analyse bei Fürstenberg [1985]. Wie rasch sich die Einschätzung der Geldpolitik ändern kann, hängt auch von historischen Erfahrungen ab. Wichtig ist dabei, daß man zwischen permanenten und transitorischen Änderungen unterscheidet. So einen Prozeß beschreiben z.B. Brunner et al. [1983].

(2) Ein weiteres Argument ergibt sich aus einem einfachen Rechenbeispiel: Angenommen, es gäbe in den USA und in der Bundesrepublik nur festverzinsliche Anleihen mit einer Laufzeit von jeweils 10 Jahren. Ein Anstieg des US-Zinssatzes um 1 vH, der sich aufgrund der Erwartung einer um 1 vH höheren Inflationsrate ergibt, führt zu einem Kursverlust der US-Anleihe um rund 7 vH. Damit die erwarteten Erträge in beiden Ländern wiederum gleich sind (die Märkte sind effizient), muß der Wechselkurs sofort um rund 6 vH sinken; dies ergibt sich aufgrund des Zusammenhangs mit dem Terminkurs, also dem Wechselkurs, der sich gemäß den Erwartungen z.B. in einem Jahr einstellen wird. Nun ist die Annahme, daß ein Austausch zwischen beiden Ländern nur über diese Anleihen stattfindet, natürlich unrealistisch. Nicht nur ist die durchschnittliche Laufzeit niedriger als 10 Jahre; auch werden die Güterströme für einen gewissen Ausgleich sorgen. Doch macht das Beispiel deutlich, daß schon eine geringe Veränderung der Inflationserwartungen einen großen Effekt auf den Wechselkurs haben kann, der über die Kapitalbilanz zustande kommt.

Zusammenspiels von Geldangebot und Geldnachfrage. Insofern kann der Wechselkurs tatsächlich als relativer Preis zweier Währungen interpretiert werden. In diesem Sinne ist die Aussage dann nicht mehr trivial.

VI. Die Konsequenzen ...

Die teilweise dramatischen Wechselkursbewegungen scheinen somit keineswegs im Widerspruch zum rationalen Verhalten der Wirtschaftssubjekte oder zur Hypothese der effizienten Märkte zu stehen (1). Die hier vorgetragene Hypothese, die sich auf das geldpolitische "regime" und die damit verbundenen Effekte auf die Inflationsrate stützt, ist auch falsifizierbar. Sie wäre z.B. widerlegt, wenn der Dollar demnächst kräftig stiege, gleichzeitig aber die Inflationsrate in den USA deutlich höher ausfiele als in der Bundesrepublik. Dasselbe würde gelten, wenn die Geldpolitik in den USA ihren expansiven Kurs fortsetzte, gleichzeitig aber die Inflationsrate und der Dollarkurs niedrig blieben. Nicht falsifiziert wäre die Hypothese, wenn die Geldpolitik wieder auf einen nachhaltig restriktiven Kurs umschwenken würde und der Dollar daraufhin stiege; dann könnte eine anhaltende Beschleunigung der Inflation vermutlich vermieden werden.

... für eine Prognose des Dollarkurses ...

Für eine Prognose des Wechselkurses reicht die hier vertretene Hypothese allerdings nicht aus. Auf kurze Sicht ist eine Vorhersage ohnehin auszuschließen, weil der Wechselkurs einem "random walk" folgt, und Schocks sind definitionsgemäß nicht prognostizierbar. Die beste Prognose ist also, daß sich der Wechselkurs nicht ändert (2). Allerdings wurde eine recht gute Erklärung für den Trend gefunden.

---

(1) Zweifel daran, daß sich die Marktteilnehmer noch rational verhalten, wurden in letzter Zeit immer mehr geäußert. Insbesondere beklagt man die Ignoranz hinsichtlich der sogenannten "fundamentalen Faktoren"; vgl. z.B. Marris [1985].

(2) Leicht abgewandelt wird diese Prognose, wenn eine Zinsdifferenz zwischen In- und Ausland besteht.

Läßt sich dieser Ansatz nicht für eine mittelfristige Prognose nutzen? Auch hier muß eingeschränkt werden, daß der Trend der Geldpolitik (oder: das "regime") ja ebenfalls nicht oder nur schwer prognostizierbar ist; es kann sich jederzeit ändern. Werden heute in den USA die Inflationsgefahren der bisherigen Politik erkannt oder zumindest höher bewertet und wird die Notenbank daraufhin restriktiv, wäre auch mit einer Trendwende beim Dollarkurs zu rechnen. In diesem Falle läuft also die Spekulation darauf hinaus, die Intentionen und Reaktionen der amerikanischen Notenbank abzuschätzen; das ist aber aller Erfahrung nach schwierig. Das ist das Dilemma in einer Zeit, in der "fine-tuning" in der Geldpolitik überwiegt und nicht die mittelfristige Orientierung an vorangekündigten Zielen, die dann auch eingehalten werden. Allenfalls wäre eine bedingte Prognose möglich, wie etwa: Bleibt es bei der expansiven Geldpolitik in den USA auch dann noch, wenn sich die Inflation merklich beschleunigt, wird der Dollar schwach bleiben.

... und für die währungspolitische Diskussion

Für die *Bundesrepublik* ist eine Gefahr dadurch entstanden, daß sich die Geldpolitik nicht von dem expansiven Kurs in den USA abgekoppelt hat. Offenbar verfolgt die Deutsche Bundesbank immer noch ein Wechselkursziel; anders wäre die deutliche Überschreitung des Geldmengenziels im Jahre 1986 wohl nur schwer zu erklären. In diesem Verhalten gibt es eine Parallele zu den beiden Phasen in den siebziger Jahren, als die Bundesbank versuchte, den Fall des Dollarkurses zu bremsen. Die Geldmenge wurde kräftig ausgedehnt, und im Gefolge der USA beschleunigte sich die Inflation auch hierzulande, wenn auch nicht so stark. Diese Inflationsgefahr besteht heute auch, da die expansive Geldpolitik bereits 15 Monate anhält [vgl. Institut für Weltwirtschaft, 1987].

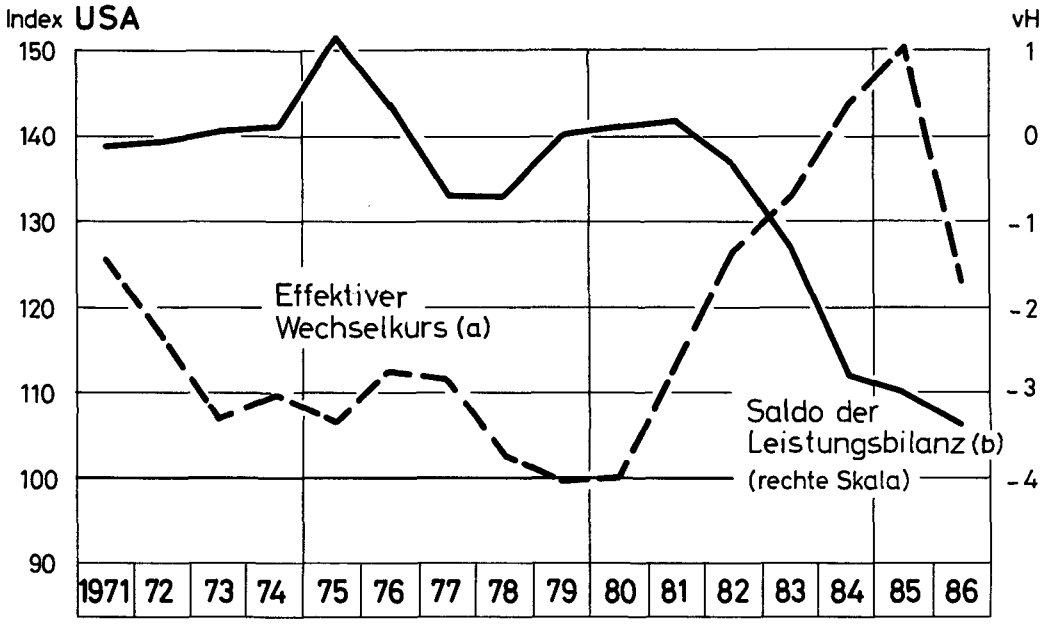
In der *internationalen Debatte* scheint die Idee, Zielzonen für Wechselkurse einzurichten, immer mehr an Boden zu gewinnen. Es wird vorgeschlagen, die Regierungen sollten den Marktteilnehmern, die die sogenannten "fundamentals" immer wieder aus den Augen zu verlieren scheinen, feste Vorgaben bezüglich der Wechselkurse machen. Als Referenz für solche Zielzonen werden in der Regel die Leistungsbilanzsalden und die Preisniveaus der betreffenden Länder herangezogen. Solche Referenzen machen aber wenig Sinn, denn die Leistungsbilanzsalden sind

kein geeigneter Maßstab für die Wechselkurse (1); auch scheinen sich Wechselkurse, die sich am Markt frei bilden können, nicht immer nach der Kaufkraftparität zu richten. Daß es langanhaltende Abweichungen von diesem Referenzpfad gibt, sich die Wechselkurse also real recht deutlich ändern können, hat die Vergangenheit bewiesen. Und diese Tatsache ist nicht auf die Irrationalität der Märkte zurückzuführen; vielmehr reagieren Kapitalanleger so, wie man es von rational handelnden Wirtschaftssubjekten verlangt: Sie versuchen, ihren Gewinn zu maximieren, indem sie die Marktdaten bestmöglich verwenden. Deshalb werden sie bestrebt sein, Länder zu meiden, in denen die Kaufkraft des Geldes besonders stark abnimmt. Insofern sind Wechselkursbewegungen immer auch ein Symptom für die Solidität in der Wirtschaftspolitik. Soll mehr Stabilität der Wechselkurse erreicht werden, wäre eine Rückkehr zum System fester Wechselkurse oder - was auf dasselbe hinausläuft - die Einrichtung von Zielzonen der falsche Weg; denn das System von Bretton Woods scheiterte letztlich daran, daß die Länder unterschiedliche Ziele in der Wirtschaftspolitik verfolgten. Können sich die Industrieländer nicht auf gemeinsame Ziele einigen, müssen sich Wechselkurse anpassen können. Wenn die Regierungen eingreifen, weil sie meinen, ein überlegenes Wissen zu haben, ist die Freiheit des internationalen Kapitalverkehrs und des Welthandels nicht mehr gewährleistet.

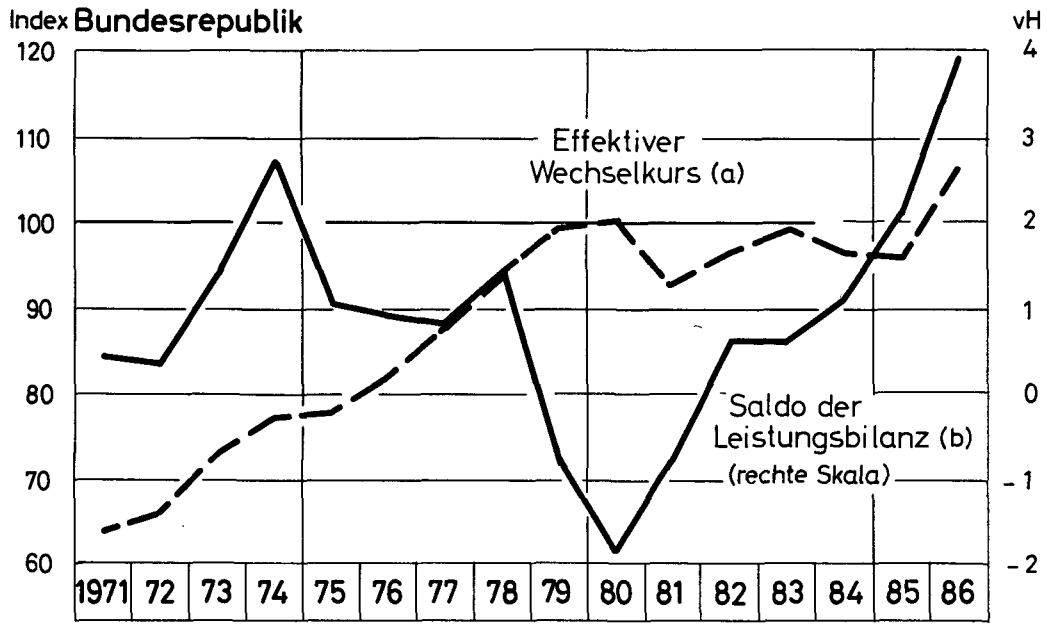
(1) Vgl. hierzu die Diskussion bei Scheide [1986a].

Anhang

Schaubild A1 - Amerikanische und deutsche Leistungsbilanz und effektiver Wechselkurs der D-Mark und des Dollars 1971-1986

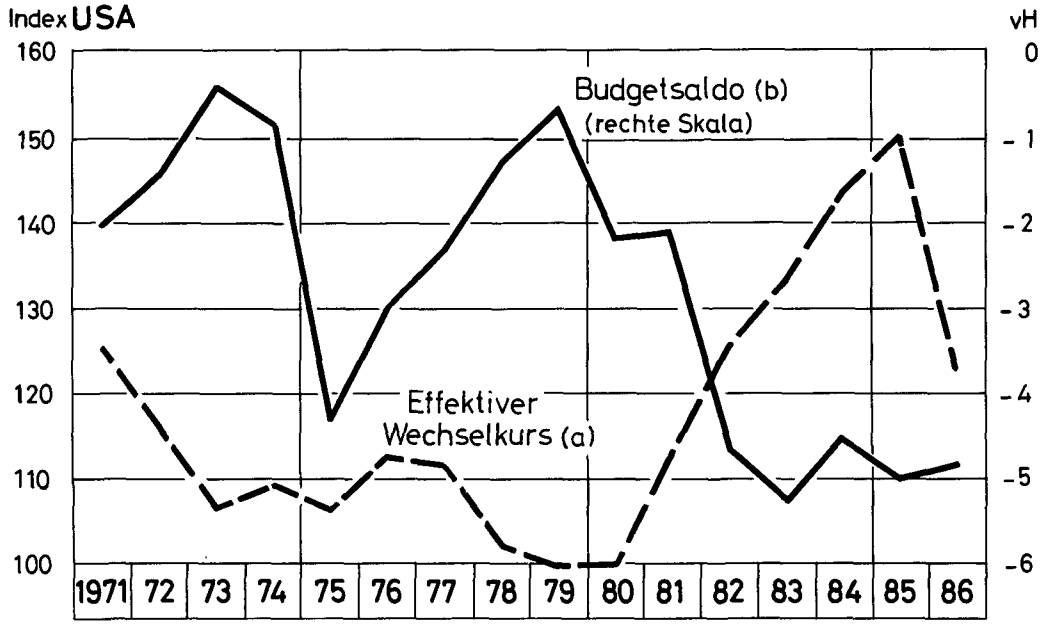


(a) MERM-rate des IMF. - (b) In vH des Bruttosozialprodukts.

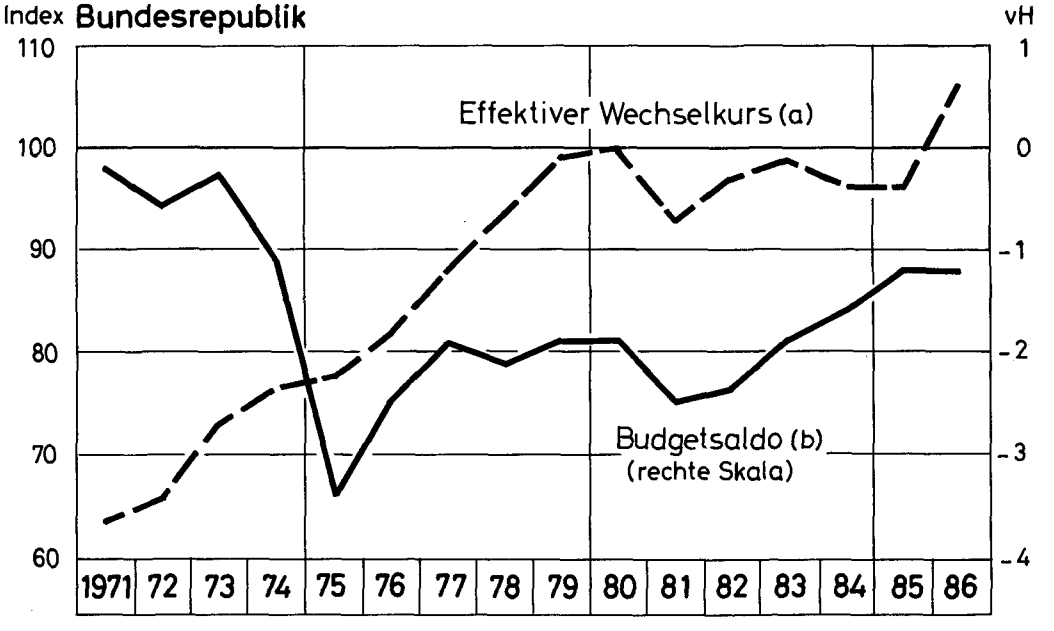


(a) MERM-rate des IMF. - (b) In vH des Bruttosozialprodukts.

Schaubild A2 - Budgetsalden in der Bundesrepublik und in den USA sowie effektiver Wechselkurs 1971-1986

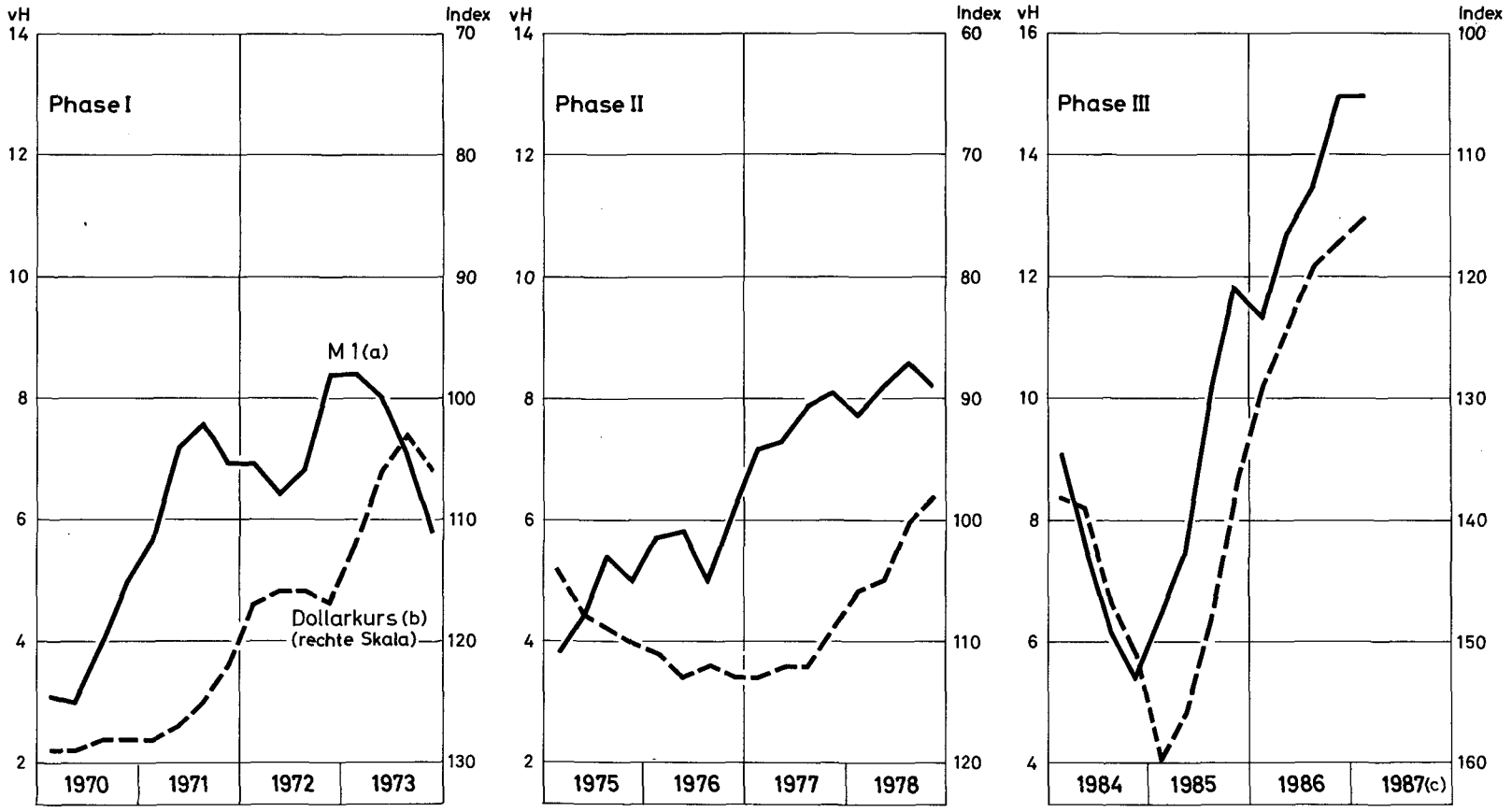


(a) MERM-rate des IMF. - (b) In vH des Bruttosozialprodukts.



(a) MERM-rate des IMF. - (b) In vH des Bruttosozialprodukts.

Schaubild A3 - US-Geldpolitik und effektiver Wechselkurs des Dollars: Drei Abwertungsphasen



(a) Anstieg gegenüber dem Vorjahr in vH. - (b) Effektiver Wechselkurs (MERM). - (c) Erstes Quartal geschätzt.

Literaturverzeichnis

BRUNNER, Karl, Alex CUKIERMAN, Allan H. MELTZER, "Money and Economic Activity, Inventories and Business Cycles". Journal of Monetary Economics, Vol. 11, 1983, S. 281-319.

DORNBUSCH, Rudiger, "Expectations and Exchange Rate Dynamics". Journal of Political Economy, Vol. 84, 1976, S. 1161-1176.

EVANS, Paul, "Is the Dollar High Because of Large Budget Deficits?". Journal of Monetary Economics, Vol. 18, 1986, S. 227-249.

FELDSTEIN, Martin, "Depressing in the Dollar, Gently". The Wall Street Journal, 9. November 1984, S. 30.

FRENKEL, Jacob A., "A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence". Scandinavian Journal of Economics, Vol. 78, 1976, S. 200-224.

--, "Flexible Exchange Rates, Prices and the Role of 'News': Lessons from the 1970's". Journal of Political Economy, Vol. 89, 1981, S. 665-705.

FRIEDMAN, Milton, "Why a Surge of U.S. Inflation Is Likely Next Year". The Wall Street Journal, 5. September 1983.

FÜRSTENBERG, Reinhard W., On Monetary Causes of Real Exchange Rate Changes. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Studien, 196, Tübingen 1985.

GEBERT, Dietmar, Joachim SCHEIDE, Die Lokomotiven-Strategie als wirtschaftspolitisches Konzept. Institut für Weltwirtschaft, Kiel 1980.

GIERSCH, Herbert, "Real Exchange Rates and Economic Development". In: PUBLIC CHOICE, Public Finance and Public Policy. Essays in Honour of Alan Peacock. Oxford 1985.

--, "Der Druck auf den Dollar". Wirtschaftswoche, Nr. 11, 6. März 1987.

INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT (Hrsg.), "Nachhaltiger Aufschwung oder Wellblechkonjunktur?". Kieler Diskussionsbeiträge, 97, März 1984.

--, "Aufschwung am Ende?". Kieler Diskussionsbeiträge, 129, März 1987.

MARRIS, Stephen, Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk. Policy Analyses in International Economics, 14, Washington 1985.

MUSSA, Michael, "Empirical Regularities in the Behavior of Exchange Rates and Theories of the Foreign Exchange Market". In: Karl BRUNNER, Allan H. MELTZER (Eds.), Policies for Employment, Prices and Exchange Rates. Amsterdam 1979, S. 9-58.

SCHEIDE, Joachim [1986a], "Mehr Stabilität durch Wechselkurszielzonen?". Die Weltwirtschaft, 1986, H.1, S. 38-46.

-- [1986b], "Die Chancen für den Budgetausgleich in den Vereinigten Staaten". Die Weltwirtschaft, 1986, H.2, S. 101-107.

-- [1986c], "Vereinigte Staaten: Anpassung an die neue Wirtschaftspolitik". Die Weltwirtschaft, 1986, H.2, S. 88-100.