

Scheide, Joachim

Article — Digitized Version

Mehr Stabilität durch Wechselkurszielzonen?

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Scheide, Joachim (1986) : Mehr Stabilität durch Wechselkurszielzonen?, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 38-46

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1309>

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.

Mehr Stabilität durch Wechselkurszielzonen?

Von Joachim Scheide

Seit einiger Zeit fordern immer mehr Ökonomen und Politiker, die Regierungen und Notenbanken sollten stärker als bisher an den Devisenmärkten intervenieren, um die Schwankungen der Wechselkurse in engeren Grenzen zu halten. Vorgeschlagen werden Wechselkurszielzonen: Es sollen Bandbreiten festgelegt werden, innerhalb derer sich der Wechselkurs frei bewegen kann; damit diese Grenzen eingehalten werden, sind abgestimmte Interventionen vorgesehen. Auf dem Weltwirtschaftsgipfel im Mai 1986 wurden Wechselkurszielzonen zwar nicht vereinbart. Aus dem – freilich recht vage gehaltenen – Kommuniqué¹ des Gipfels in Tokio geht aber hervor, daß zur besseren internationalen Koordinierung der Wirtschaftspolitik die Stabilität der Wechselkurse gefördert werden soll: Man will sich über "geeignete Abhilfemaßnahmen" verständigen, "... sollten erhebliche Abweichungen von einem beabsichtigten Kurs auftreten"; bekräftigt wird die Verpflichtung, "... auf den Devisenmärkten einzugreifen, wenn dies zweckdienlich erscheint".

Warum werden Zielzonen gefordert?

Zielzonen würden eine Abkehr vom System flexibler Wechselkurse bedeuten, zu dem man – zumindest prinzipiell – Anfang der siebziger Jahre übergegangen war, nachdem sich das lange Zeit bestehende Bretton-Woods System fester Kurse nicht mehr hatte aufrechterhalten lassen. Die Befürworter von Zielzonen² nennen vor allem zwei Einwände gegen das System flexibler Wechselkurse: Zum einen sei es auf kurze Sicht immer wieder zu heftigen Ausschlägen der Wechselkurse gekommen³. Damit seien diese weniger voraussehbar, und die Planungen der Unternehmen würden unsicherer; dies beeinträchtige die Wohlfahrt, da der internationale Austausch von Waren und Kapital erschwert würde. Zum anderen sei zu beobachten, daß sich die Wechselkurse über lange Zeiträume von dem Pfad entfernten, der "fundamentalen Faktoren" entspreche. Solche "Unter- oder Überbewertungen" würden deshalb auftreten, weil der Markt diese Faktoren offensichtlich nicht richtig bewerte. Die Folge seien erhebliche Anpassungskosten, die vor allem in den letzten Jahren entstanden wären: Zunächst habe der hohe Dollarkurs die amerikanische Industrie benachteiligt; seit Anfang 1985 bewirke nun die Umkehr des Wechselkurses einen Anpassungsprozeß in die entgegengesetzte Richtung, der vor allem die Unternehmen in Japan und den westeuropäischen Ländern unter Druck setze und dort hohe Kosten verursache. Solche anhaltenden Fehlentwicklungen könnten vermieden werden, wenn Zielzonen für Wechselkurse geschaffen würden. Die Voraussetzungen dafür, daß Wechselkursziele überhaupt realistisch sind, haben sich verbessert, nachdem die amerikanische Regierung ihre Haltung des "benign neglect" bezüglich der Wechselkurse aufgegeben hat. Vor mehr als einem Jahr wurde damit

¹ Deutsche Bundesbank, Communiqué des Wirtschaftsgipfels in Tokio (amtliche Übersetzung). Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 34, Frankfurt, 6.5.1986, S. 1-3.

² Ausführlich beschrieben ist der Vorschlag der Wechselkurszielzonen z.B. bei John Williamson, The Exchange Rate System. Institute for International Economics, Washington 1983.

³ Bei festen Wechselkursen gibt es diese naturgemäß nicht. Allerdings wurde das Bretton-Woods System immer wieder von Währungskrisen erschüttert, in deren Folge die Wechselkurse angepaßt werden mußten; dies hat letztlich zum Zusammenbruch des Systems geführt.

begonnen, in die Devisenmärkte einzugreifen, um den Wechselkurs des US-\$ zu drücken. Fraglos wären ohne amerikanische Beteiligung Zielzonen, die den Dollar betreffen, nicht sinnvoll: Es müssen stets alle beteiligten Notenbanken bereit sein, notfalls einen bestimmten Wechselkurs gemeinsam zu "verteidigen"⁴. Im "Alleingang" können einzelne Zentralbanken – so zeigen mehrere Beispiele in den siebziger Jahren – nicht mit Erfolg gegen den Markt operieren.

Streben die Notenbanken bestimmte Wechselkursziele an, dann müssen sie nicht notwendigerweise Devisen kaufen oder verkaufen und mithin eine expansivere oder restriktivere Geldpolitik betreiben. Allein die Ankündigung, daß man einen bestimmten Wechselkurs realisieren wolle, kann für die Marktteilnehmer schon Signal sein, ihre Vorstellungen zu ändern⁵. In der Regel laufen die Empfehlungen der Zielzonen-Strategie freilich darauf hinaus, mit der Geldpolitik das erwünschte Wechselkursniveau herbeizuführen.

Ausgestaltung der Zielzonen

Als konkrete Strategie für Zielzonen wird vorgeschlagen⁶, daß die Regierungen und Notenbanken von Ländern mit wichtigen Währungen Indikatoren auswählen, die für die Wechselkursentwicklung "fundamental" sind. Dann ist es notwendig, daß man sich über einen angemessenen Wechselkurs verständigt und zulässige Schwankungsbreiten um diesen Kurs festlegt. Beispielsweise könnte beabsichtigt werden, daß die Wechselkurse innerhalb der nächsten sechs Monate vom gegenwärtigen Niveau um bis zu 10 vH nach beiden Seiten abweichen können. Die so vorgegebenen Zielzonen werden – etwa analog zu der Praxis der Geldmengenziele – veröffentlicht und regelmäßig überprüft. Bei der Auswahl von Indikatoren stimmen die einzelnen Vorschläge⁷ zwar nicht ganz überein. Auch wird eingeräumt, daß dabei in jedem Fall subjektive Elemente eine wichtige Rolle spielen. In der Regel wird vor allem die Entwicklung des Preisniveaus und der Leistungsbilanzen der beteiligten Länder herangezogen, um den „fundamentalen Gleichgewichtskurs“ zu bestimmen.

Nach Ansicht der Befürworter von Wechselkurszielzonen sollten die Änderungen von realen Wechselkursen *ceteris paribus* nur gering sein⁸; dies bedeutet, daß die nominalen Wechselkurse – und folglich auch die Zielzonen – geändert werden müßten, wenn sich die Inflationsraten unterscheiden. Bezüglich der Leistungsbilanzen werden selten konkrete Angaben darüber gemacht, welche Salden anzustreben sind. Williamson definiert eine

⁴ Sind sich beide beteiligten Zentralbanken einig, so können sie jeden Preis für ihre Währungen festlegen und aufrechterhalten. Dies gilt allerdings nur so lange, wie sie bereit sind, aus solchen Absprachen herrührende interne Zielverfehlungen, beispielsweise einen Anstieg der Inflationsraten, hinzunehmen.

⁵ So vollzog sich der drastische Kursrückgang des Dollars nach dem Treffen der "Group of Five" im September 1985 auch ohne größere Interventionen der Notenbanken. Wichtiger war offenbar die Ankündigung selbst, daß ein niedrigerer Dollarkurs angestrebt werde. Damit verbanden die Marktteilnehmer aber vermutlich die Erwartung, daß gegebenenfalls kräftig interveniert werden würde.

⁶ Vgl. John Williamson, a.a.O.

⁷ In der Literatur wird eine Vielzahl von Konzepten mit Referenzkurven diskutiert. Eine Übersicht findet sich in Harmen Lehment, Devisenmarktinterventionen bei flexiblen Wechselkursen. Kieler Studien, 162, Tübingen 1980, S. 148 ff.

⁸ Konkret müßte man sich einen geeigneten Preisindex bestimmen, um den realen Wechselkurs zu berechnen. Strebt man an, den Wechselkurs an der Entwicklung der Kaufkraftparität zu orientieren, sollte ein möglichst umfassender Index – etwa der Deflator des Bruttosozialprodukts oder der Index der Verbraucherpreise – gewählt werden. Denn die Kaufkraftparitätentheorie entspricht der Quantitätstheorie, mit der die Kaufkraft des Geldes, also das Preisniveau für eine gesamte Volkswirtschaft, abgeleitet wird.

Referenz wie folgt: "... the fundamental equilibrium exchange rate is that which is expected to generate a current account surplus or deficit equal to the underlying capital flow over the cycle, given that the country is pursuing 'internal balance' as best it can and not restricting trade for balance of payments reasons."⁹ – Schwer nachvollziehbar ist der Begriff der "zugrundeliegenden Kapitalströme"; hierin wird die Ambivalenz der Leistungsbilanzsalden als Indikator deutlich. Für die Vereinigten Staaten wäre nach Williamson das so definierte Gleichgewicht dann erreicht, wenn die Leistungsbilanz ausgeglichen wäre. Folglich wird gegenwärtig – bei einem Defizit in Höhe von etwa 3 vH des Bruttosozialprodukts – der erreichte Wechselkurs als ungleichgewichtig bezeichnet. Auch wenn die bisherige Abwertung schon eine Tendenzwende in der Leistungsbilanz einleiten könnte, sei der US-\$ immer noch erheblich überbewertet. Aus amerikanischer Sicht wäre eine Zielzone also nicht mit einer gleichen Spanne nach beiden Seiten um den jetzigen Kurs festzulegen, sondern so, daß sich der Dollar in nächster Zeit nochmals deutlich abwertet. Die amerikanische Geldpolitik müßte somit im Vergleich zu der in anderen wichtigen Ländern expansiver werden.

"Fundamentale Faktoren" der Wechselkursbewegungen

Im folgenden soll untersucht werden, ob die Erfolgsbedingungen für eine Strategie der Zielzonen überhaupt gegeben sein können. Sind die genannten Indikatoren – Entwicklung der Preisniveaus und der Leistungsbilanzsalden – tatsächlich als Referenz für Wechselkursbewegungen geeignet und können sie als Maßstab für Interventionen eindeutige Handlungsanweisungen geben? Um diese Frage zu beantworten, werden zunächst die Wechselkurse des US-\$, des Yen und der DM und dann die Leistungsbilanzsalden der Vereinigten Staaten, Japans und der Bundesrepublik Deutschland analysiert. Die Währungen und die Wirtschaftspolitik dieser Länder stehen im Mittelpunkt der internationalen Diskussion¹⁰ und Zielzonen werden vor allem für diese Währungen angestrebt.

Die realen Wechselkurse¹¹ der oben genannten Währungen haben sich in der Vergangenheit sehr stark verändert (Schaubild 1). Zum Beispiel änderte sich der Kurs des US-\$ gegenüber der DM seit Ende der siebziger Jahre um bis zu 100 vH, der Yen/DM-Kurs bis zu 50 vH. Dabei waren die Abweichungen von der Kaufkraftparität nicht nur vorübergehend ("overshooting"), sondern hielten oft über Jahre hinweg an. Diese Beobachtung spricht also gegen die Hypothese der Kaufkraftparitätentheorie; offenbar beschreiben die relativen Preisniveaus nicht den Referenzpfad, zu dem der Wechselkurs auf kurze oder mittlere Sicht tendiert. Aus dieser Beobachtung ziehen aber die Befürworter von Zielzonen eine andere Schlußfolgerung. Sie vertreten die Ansicht, daß die anhaltenden Abweichungen von dem Referenzpfad gerade dokumentierten, daß der Markt diesen fundamentalen Faktor der Kaufkraftparität nicht genügend berücksichtige. Zielzonen wären also gerade deshalb notwendig, um Über- oder Unterbewertungen der betreffenden Währungen zu vermeiden.

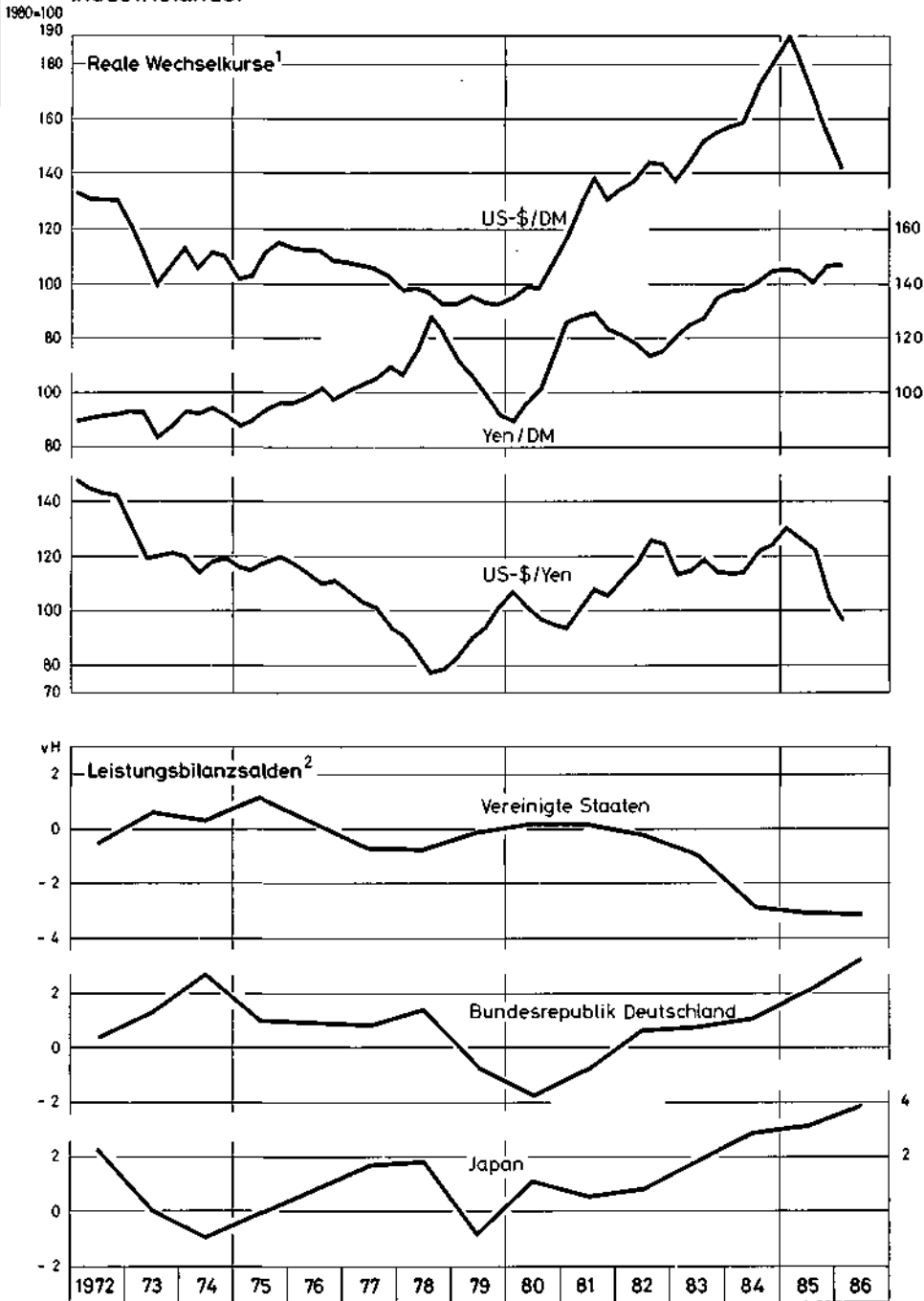
⁹ Williamson, a.a.O., S. 14.

¹⁰ Die drei Notenbanken sollten – so fordert Stephen Marris – eine Art Triumvirat für die internationale Koordinierung der Geldpolitik bilden. Vgl. Stephen Marris, *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk*. Institute for International Economics, Washington 1985, S. XXXVII. – Hin und wieder werden auch effektive Wechselkurse als Referenz für Zielzonen genannt. Jedoch müßten diese auch jeweils in bilaterale Währungsrelationen "übersetzt" werden.

¹¹ Die nominalen Wechselkurse wurden um die jeweilige Entwicklung der Verbraucherpreise bereinigt. Der Index des realen Wechselkurses hat für 1980 den Wert 100, was nicht bedeuten soll, daß in diesem Jahr ein Gleichgewicht in diesem Sinne erreicht worden wäre. Da es hier nur auf Änderungen der realen Wechselkurse ankommen soll, ist die Wahl des Referenzjahres unbedeutend.

Schaubild 1

Reale Wechselkurse und Leistungsbilanzsalden ausgewählter Industrieländer



¹Nominale Wechselkurse jeweils bereinigt mit den Verbraucherpreisen; Quartalsdurchschnitte. - ²In vH des Bruttoinlandsprodukts; 1986 geschätzt.



Akzeptiert man einmal diesen Standpunkt, kann man im nachhinein ableiten, welche Entscheidungen die Notenbanken hätten treffen müssen, wenn es – etwa seit 1978 – Zielzonen gegeben hätte. Die entsprechenden hypothetischen "Empfehlungen" werden im folgenden verglichen mit denjenigen, die zur gleichen Zeit von den Befürwortern einer internationalen Koordination der Wirtschaftspolitik gegeben wurden. Denn meist sind diejenigen Ökonomen, die für die Errichtung der Zielzonen plädieren, dieselben, die sich auch für eine internationale Koordination der Wirtschaftspolitik – etwa im Sinne der Lokomotiven-Strategie – aussprechen. Außerdem werden die Empfehlungen mit den Zielen der Wirtschaftspolitik in den drei Ländern verglichen.

Wie hätte eine Währungspolitik der Zielzonen funktioniert?

Da keine Anhaltspunkte darüber vorliegen, wie der Referenzkurs und die zugehörigen Bandbreiten in der Vergangenheit festgelegt worden wären, wird im folgenden unterstellt, daß jede starke Änderung des realen Wechselkurses Interventionen hervorgerufen hätte¹². Die tatsächliche Entwicklung der realen Wechselkurse seit 1978 zeigt, daß dies – wenn man Zielzonen mit einem Band von etwa 10 vH nach beiden Seiten unterstellt – sehr oft der Fall gewesen wäre.

- Angesichts der Abwertung des Yen gegenüber der DM und dem US-\$ von Mitte 1978 bis Anfang 1980 wäre in Japan ein restriktiver Kurs in der Geldpolitik notwendig gewesen. Dies hätte nicht der Idee der damals vertretenen Lokomotiven-Strategie entsprochen. In der Bundesrepublik Deutschland und in den Vereinigten Staaten wäre – gemäß der Idee der Zielzonen – ein expansiverer Kurs angebracht gewesen. Für die Vereinigten Staaten war damals – entsprechend der internationalen Koordination – aber eher eine geringere Expansion gefordert worden, und zwar nicht zuletzt deshalb, weil ein weiterer Anstieg der Inflation vermieden werden sollte.
- Als sich der Dollar von Anfang 1980 bis Mitte 1981 deutlich aufwertete, hätten die Vereinigten Staaten eine expansivere Politik verfolgen müssen. Dies wäre aber nicht vereinbar gewesen mit der Intention von Regierung und Notenbank, die Inflationsrate zu reduzieren. In der Bundesrepublik Deutschland hätte – nach Ansicht der Befürworter von Zielzonen – der Anstieg des Dollars durch eine restriktive Politik aufgehalten werden müssen – dies allerdings in einer Zeit, in der die deutsche Wirtschaft in eine Rezession geraten war. Ähnliche Maßnahmen wären auch im Zeitraum von Ende 1981 bis Mitte 1982 angezeigt gewesen, als sich der amerikanische Dollar nochmals – und dann auch gegenüber dem Yen – aufwertete.
- Der weitere Anstieg des Dollarkurses von Beginn 1983 bis Anfang 1985 hätte dann wiederum eine expansivere Politik in den Vereinigten Staaten erfordert. In dieser Zeit wurde aber dort vor allem aufgrund der ohnehin bereits recht weiten Geldpolitik befürchtet, daß sich die Inflation erneut beschleunigen könnte. Die Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland war bereits seit Mitte 1983 wieder weniger expansiv ausgerichtet. Hätte die Deutsche Bundesbank den Anstieg des Dollarkurses zusätzlich durch massive Dollarverkäufe – also durch eine engere Geldpolitik – bremsen wollen, so wäre dies nicht vereinbar mit der später erhobenen Forderung gewesen, daß die Bundesrepublik Deutschland eine Lokomotivenfunktion übernehmen sollte.

¹² Wenn es in dieser Zeit Zielzonen gegeben hätte, hätten sich die Wechselkurse wohl anders entwickelt als im Schaubild 1 dargestellt. Hier wird im folgenden deshalb vereinfachend unterstellt, daß zu jedem betrachteten Zeitpunkt erstmals Zielzonen errichtet wurden.

- Der Sturz des US-\$ seit Anfang 1985 war nach Ansicht der Befürworter der Zielzonen eine Entwicklung in die "richtige" Richtung. In dieser Zeit wäre für den Dollar vermutlich keine symmetrische Bandbreite um den jeweils herrschenden Kurs festgelegt worden, da die Befürworter dieser Strategie stets eine massive Abwertung gefordert hatten. Gleichwohl wäre der Rückgang des Dollarkurses nicht so kräftig ausgefallen, wenn die japanische und die deutsche Zentralbank gleichzeitig stärker auf den Wunsch eingegangen wären, die interne Nachfrage noch mehr durch Zinssenkungen zu stimulieren. Sollen Yen und DM weiter aufgewertet werden, muß - gemäß der Zielzonen-Strategie - die Geldpolitik in beiden Ländern restriktiver werden.

Zeigen sich also hier schon Widersprüche zwischen einer strikten Anwendung der Zielzonen und der vielfach verlangten internationalen Koordination der Geldpolitik sowie vor allem mit den auf binnenwirtschaftliche Probleme ausgerichteten Zielen der jeweiligen Länder, so ergeben sich weitere Konflikte, wenn man den zweiten "fundamentalen" Faktor, nämlich die Leistungsbilanzsalden¹³, berücksichtigt. Hätte einem deutlichen, trendmäßigen Anstieg des Überschusses (Defizits) im Trend durch eine reale Aufwertung (reale Abwertung) entgegengewirkt werden sollen, hätten z.B. folgende Empfehlungen gegeben werden müssen:

- Angesichts der starken Verschlechterung der Leistungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland in den Jahren 1979 und 1980 hätte die DM abgewertet werden müssen. Da dies aber - gemäß der Zielzonen-Strategie - mit einer expansiveren Geldpolitik verbunden gewesen wäre, hätte das Defizit kurzfristig wegen des Einkommens- und des "J-Curve"-Effekts weiter zugenommen, und die Inflation wäre verstärkt worden. Beides hätte völlig im Gegensatz zu der Absicht der Deutschen Bundesbank gestanden.
- Während im Zeitraum 1980-1982 wohl kein großer Handlungsbedarf aufgrund der Leistungsbilanzentwicklung der drei Länder gegeben war, kam es in den drei folgenden Jahren - aus der Sicht der Befürworter von Zielzonen - zu einer Fehlentwicklung: Die Überschüsse Japans und der Bundesrepublik Deutschland stiegen kräftig, während das amerikanische Leistungsbilanzdefizit deutlich zunahm. Um dieser Tendenz entsprechend der Strategie der Zielzonen zu begegnen, wäre eine Abwertung des Dollars gegenüber den beiden anderen Währungen notwendig gewesen. Der dann einzuschlagende Kurs in der Geldpolitik der drei Länder hätte aber erneut dem Ziel der internationalen Koordination der Wirtschaftspolitik widersprochen und vor allem 1985, als der Aufschwung weltweit an Dynamik verlor, unerwünschte Folgen gehabt. Denn die Importe Japans und der Bundesrepublik Deutschland wären infolge der restriktiven Politik weniger stark gestiegen. Seit der Umkehr des Dollarkurses Anfang 1985 dürfte die Entwicklung der Wechselkurse dazu beitragen, daß die Salden der Leistungsbilanzen - wie es die Befürworter der Zielzonen empfehlen - tendenziell abnehmen. Gleichwohl wird vorgeschlagen, diese Tendenz noch weiter zu fördern, da die bislang eingetretenen Änderungen nicht ausreichen würden, einen Ausgleich der amerikanischen Leistungsbilanz herbeizuführen.

¹³ Die Salden der Leistungsbilanz wurden jeweils auf das nominale Bruttoinlandsprodukt bezogen; es wurden Jahreswerte verwendet, um die generelle Tendenz zu verdeutlichen. Die Entwicklung von Quartal zu Quartal ist für die Befürworter von Zielzonen sicherlich nicht Anlaß, Eingriffe in den Devisenmarkt zu fordern, zumal es zwischen Wechselkurs und Leistungsbilanz eine beträchtliche Wirkungsverzögerung gibt.

Warum Zielzonen abzulehnen sind

Devisenmärkte sind funktionsfähig

Die Befürworter der Zielzonen legen ihren Empfehlungen eine bestimmte Wechselkurs-theorie zugrunde. Sie meinen, hinreichend genaue Aussagen über die wirklich fundamentalen Faktoren machen zu können. Weichen die tatsächlichen Wechselkurse von dieser Norm ab, wird nicht die zugrundeliegende Theorie in Frage gestellt, sondern das Abweichen mit einem Versagen des Marktes erklärt. Nach diesem Urteil verkennen die Marktteilnehmer die eigentlichen Zusammenhänge.

Gegen jegliche Interventionen auf dem Devisenmarkt spricht die in vielen empirischen Untersuchungen bestätigte Erfahrung, daß die Marktteilnehmer neue Signale "effizient" verarbeiten. Danach kann zu keiner Zeit mit Sicherheit gesagt werden, daß ein Wechselkurs "falsch" ist. Wenn ein solches "überlegenes Wissen" bestünde, würden sich für Außenstehende Möglichkeiten zu sicheren Gewinnen eröffnen. Ein weiteres Argument resultiert aus der allgemeinen Skepsis gegenüber staatlichen Eingriffen. Die Vertreter der flexiblen Wechselkurse meinen, daß in der Vergangenheit – vor allem in den siebziger Jahren, als verschiedene Währungen unter Druck gerieten – Interventionen auf den Devisenmärkten eher geschadet hätten, weil sie gegen die Tendenzen des Marktes gerichtet gewesen wären, die sich letztlich doch durchgesetzt hätten. Nach dieser Ansicht würden staatliche Eingriffe auch auf anderen Märkten – z.B. auf dem Agrar-, Arbeits- oder Wohnungsmarkt – falsche Signale setzen und zu neuen Fehlentwicklungen beitragen; entsprechend dieser Argumentation bilde sich auf dem Devisenmarkt zu jedem Zeitpunkt ein Gleichgewicht, und jeder erreichte Wechselkurs sei – komme er ohne Eingriffe zustande – unter den gegebenen Umständen optimal. Beklagt man allzu große Schwankungen der Kurse, so wäre es gemäß dieser Auffassung sinnvoller, die Ursachen dafür – nämlich Unstetigkeiten in der Wirtschaftspolitik – zu beseitigen, statt an den Symptomen zu kurieren. Nun dürfte es nach dem gegenwärtigen Stand der wissenschaftlichen Diskussion keine Theorien geben, die Wechselkursbewegungen – und seien es auch nur die mittelfristigen Trends – eindeutig überlegen erklären können. In der Literatur findet sich zwar eine Vielzahl von theoretischen Ansätzen und auch empirischen Untersuchungen, aber sie führen zu mehr oder weniger unbefriedigenden Ergebnissen. Allenfalls sind einige Regelmäßigkeiten empirisch gesichert¹⁴.

Wenn die Befürworter der Zielzonen z.B. die reale Aufwertung des US-\$ von 1980 bis Anfang 1985 interpretieren, so weisen sie aufgrund ihrer Indikatoren auf eine zunehmende "Überbewertung" des amerikanischen Dollars hin. Diese Ansicht stützen sie auch auf die Entwicklung der amerikanischen Zinsen und des Defizits im Bundeshaushalt. Für die Aufwertung gibt es aber auch durchaus andere Hypothesen. Die eine lautet: Durch den Wechsel in der amerikanischen Wirtschaftspolitik waren Investitionen in den Vereinigten Staaten wieder attraktiver geworden; die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals ist durch die Abschreibungserleichterungen und Steuersenkungen im Vergleich zu anderen Ländern deutlich gestiegen, so daß Kapital vorzugsweise in den Vereinigten Staaten angelegt wurde¹⁵. Gemäß dieser Hypothese wäre die Aufwertung ebenso normal wie ein hoher Kapitalimport.

¹⁴ Vgl. dazu Michael Mussa, Empirical Regularities in the Behavior of Exchange Rates and Theories of the Foreign Exchange Market. In: Karl Brunner, Allan Meltzer (Eds.), Policies for Employment, Prices, and Exchange Rates. Amsterdam 1979, S. 9-58. Freilich beschränkt sich der Autor auf wenige Aussagen, die zudem meist mit Einschränkungen wie "tendenziell" oder "auf lange Sicht" versehen sind.

¹⁵ Vgl. Herbert Giersch, Real Exchange Rates and Economic Development. In: Public Choice, Public Finance and Public Policy. Essays in Honour of Alan Peacock, Oxford 1985, S. 176-192.

Eine andere, mit dieser durchaus kompatible Hypothese besagt, daß die Vereinigten Staaten wieder ein sicheres Anlageland geworden seien, weil die Inflation – nach zeitweise zweistelligen Raten in den siebziger Jahren – merklich zurückgedrängt werden konnte. International orientierte Anleger schichteten deshalb ihr Portefeuille um, das sie zuvor z.B. zugunsten der wesentlich stabileren DM verändert hatten.

In vielen Theorien spielt auch die Leistungsbilanz eine nur untergeordnete Rolle. Einen bestimmten Saldo als Ziel für die Wirtschaftspolitik vorzugeben, ist nicht nur von subjektivem Urteil abhängig. Warum sollte ein Land wie z.B. die Vereinigten Staaten, wenn es nach der Auffassung der Anleger besonders gute Investitionschancen bietet, nicht vorübergehend zum Importeur von Kapital werden? Andererseits sprechen hohe Leistungsbilanzüberschüsse in Japan oder der Bundesrepublik Deutschland nicht gegen irgendeine ökonomisch begründete Norm, es sei denn, sie sind eine Folge von Handelsrestriktionen oder Beschränkungen im Kapitalverkehr¹⁶.

Konflikte mit binnenwirtschaftlichen Zielen

Wenn die strikte Einhaltung der Zielzonen-Strategie in den genannten Ländern schon zu Zielkonflikten geführt hätte, würde eine Ausweitung auf noch mehr Länder zusätzliche Probleme schaffen. Insbesondere hätten die heftigen Schwankungen des Pfund Sterling seit 1979 weitere Interventionen der Notenbanken erzwungen. Ein wichtiges Problem besteht auch darin, daß die Zielzonen-Strategie von den beteiligten Ländern fordert, interne Zielsetzungen zumindest zeitweise aufzugeben. Häufig wäre es – so haben die Beispiele gezeigt – zu Konflikten vor allem mit dem Ziel der Preisniveaustabilität gekommen. Dies wird von den Befürwortern dieser Strategie keineswegs übersehen. Es wird im Gegenteil sogar erwartet, daß die Länder, um des übergeordneten Wechselkurszieles willen, die internen Stabilitätsbemühungen nicht zu stark forcieren (“appropriate anti-inflationary stance“). Gegebenenfalls sollten sie dieses Ziel vernachlässigen: “... they would stand ready to deviate in opposite directions from their medium-term domestic monetary objectives if the exchange rate between their currencies was moving out of line with the ‘fundamentals’”¹⁷. Anders wäre die Strategie in der Tat nicht zu verwirklichen; die beteiligten Länder müssen die Autonomie der Geldpolitik aufgeben, um andere, auch fragwürdige Ziele (z.B. bestimmte Salden in den Leistungsbilanzen) zu erreichen.

Unterschiedliche Interessen der beteiligten Länder

Die Bereitschaft, interne Ziele unterzuordnen, genügt allein jedoch noch nicht, um der Zielzonen-Strategie zum Erfolg zu verhelfen. Will man Referenzkurse bestimmen, ist es notwendig, daß die beteiligten Länder in ihrem Urteil über die Fehlentwicklungen und deren Ursachen auch übereinstimmen. Dies war in den vergangenen Jahren aber keineswegs der Fall. So kritisierten europäische Länder und Japan die amerikanische Budgetpolitik und verlangten einen Abbau des Haushaltsdefizits; davon erwartete man gemäß der unterstellten Theorie einen Rückgang der amerikanischen Zinsen und auch des Wechselkurses. Die amerikanische Regierung wiederum ignorierte dies und drängte ihrerseits auf eine expansive Politik anderer Länder. Angesichts dieser unterschiedlichen Auffassungen wäre eine Einigung über Zielzonen kaum möglich gewesen. Auch gegenwärtig gibt es unterschiedliche Meinungen über den “richtigen“ Dollarkurs: Während die amerikanische Regierung

¹⁶ Abgesehen davon ist der Zusammenhang zwischen Leistungsbilanz und Wechselkurs nicht so eindeutig wie behauptet. So ist der japanische Überschuß in den letzten Jahren gestiegen, obwohl sich der Yen effektiv aufgewertet hat.

¹⁷ Stephen Marris, a.a.O., S. XXXVII.

offenbar einen niedrigeren Kurs anstrebt, treten vor allem die Japaner gegen eine weitere Aufwertung ihrer Währung ein, weil sie neue Schwierigkeiten für ihre Exporte befürchten. Wenn die Interessen so unterschiedlich sind, dürfte es schwierig sein, sich über die "fundamentals" und folglich über den Referenzkurs zu einigen. Die währungspolitische Diskussion ist gegenwärtig insbesondere dadurch belastet, daß von den Vereinigten Staaten das Druckmittel des Protektionismus eingesetzt wird, weil die Exporterfolge anderer Länder, vor allem Japans, für die internen Probleme mit strukturschwachen Industrien mitverantwortlich gemacht werden. Unter solchen Bedingungen wäre eine politische Einigung über Zielzonen für Wechselkurse nur schwer vorstellbar. Die Akteure an den Devisenmärkten wären durch permanente internationale Verhandlungen stark verunsichert, weil nie abzusehen sein dürfte, welche Auffassung sich letztlich durchsetzen wird.

Soll die Zielzonen-Strategie realistisch sein, so ist bei den internationalen Absprachen eine Rangordnung nach Ländern notwendig; wie im System fester Wechselkurse muß ein Land, das Leitwahrungsland, im Zweifelsfall die Richtung bestimmen können. Wenn Vertreter der Zielzonen das Europäische Währungssystem als Vorbild für ihre Strategie herausstellen, so darf nicht übersehen werden, daß dieses System nur deshalb weitgehend frei von großen Konflikten blieb, weil alle beteiligten Länder letztlich die Bundesrepublik Deutschland als Leitwahrungsland akzeptiert haben und ihre Wirtschaftspolitik ähnlich ausrichten¹⁸. Angesichts der Kontroversen zwischen den Vereinigten Staaten, der Bundesrepublik Deutschland und Japan über die geeignete Strategie der Wirtschaftspolitik scheint es gegenwärtig wenig wahrscheinlich, daß ein Land – etwa die Vereinigten Staaten – von allen anderen in einer solchen Rolle akzeptiert würde.

Wechselkurszielzonen sind zwar nicht identisch mit dem System fester Wechselkurse. Aber im Konfliktfall käme es zu denselben Problemen wie im Fixkurssystem. Die Notenbanken müßten nämlich, sollte eine Grenze der Zielzonen berührt werden, bereit sein, einen bestimmten Wechselkurs gegen die Marktkräfte zu verteidigen. Versuchten die Notenbanken dies nicht, würde die Glaubwürdigkeit dieser Strategie beeinträchtigt. Solche Interventionen auf den Devisenmärkten müßten aller Erfahrung nach aber häufig sehr umfangreich sein; sie würden deshalb zu mehr Unstetigkeit in der Geldpolitik führen und von daher die Planungen der Konsumenten und Investoren erschweren.

Die Idee der Zielzonen entspricht der gegenwärtig wieder weitverbreiteten Auffassung von der Machbarkeit wirtschaftlicher Prozesse. So wurde auf dem Weltwirtschaftsgipfel in Tokio angeregt, eine Vielzahl von Indikatoren laufend zu beobachten und bei unerwünschten Änderungen "Korrekturen" vorzunehmen. Offenbar herrscht die Meinung vor, man habe genügend Instrumente und – vor allem – genügend Informationen, um wirtschaftspolitisch relevante Größen steuern zu können. Bezüglich der Wechselkurse scheinen so neue Probleme vorprogrammiert. Zielzonen sollen deshalb eingerichtet werden, weil man ein überlegenes Wissen über wirtschaftliche Zusammenhänge zu haben glaubt; man gibt vor, die wahren "fundamentals" zu kennen, die aber von den Marktteilnehmern ignoriert werden. So begründete staatliche Eingriffe gewährleisten nicht die größtmögliche Freiheit bei der Wahl binnenwirtschaftlicher Ziele, und sie führen zu Beschränkungen im internationalen Warenaustausch und Kapitalverkehr. Die Errichtung von Zielzonen würde das allgemein – auch von den Teilnehmern des Weltwirtschaftsgipfels – akzeptierte Ziel eines stetigen, inflationsfreien Wachstums sowohl für die Weltwirtschaft als auch in jedem einzelnen Land gefährdeten.

¹⁸ Gleichwohl kann auch dieses System erhebliche Kosten bei den beteiligten Ländern verursachen. Wie das Beispiel des Yen/DM-Wechselkurses zeigt, können reale Wechselkurse sich durchaus selbst dann stark ändern, wenn die Wirtschaftspolitik weitgehend gleich ausgerichtet ist. Daß solche Änderungen innerhalb des EWS nicht auftraten, ist nicht unbedingt Hinweis darauf, daß dieses System keine Anpassungskosten verursacht.