

Filc, Wolfgang

**Article — Digitized Version**

## Zielzonen für den US-Dollar?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Filc, Wolfgang (1986) : Zielzonen für den US-Dollar?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 66, Iss. 6, pp. 288-294

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136167>

**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.*

# Zielzonen für den US-Dollar?

Wolfgang Filc, Trier

**Die Diskussion über Zielzonen für flexible Wechselkurse ist Ausdruck des Bestrebens, neue Instrumente zur Stabilisierung des internationalen Währungssystems zu erproben. Wo liegen die Chancen und Risiken des Zielzonenkonzepts?**

---

Zielzonen für Wechselkurse definieren für einen bestimmten Zeitraum Grenzen, innerhalb derer die Regierungen der Teilnehmerländer unter den gegebenen und absehbaren ökonomischen Bedingungen Wechselkursänderungen als angemessen erachten<sup>1</sup>. Erreichen Wechselkurse Grenzen von Zielzonen, so gibt das Anlaß zur Besorgnis, daß die Kursentwicklung an den Devisenmärkten zu einer Belastung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen und Quelle wirtschaftlicher Fehlentwicklungen wird.

Jede Reform des internationalen Währungssystems erfordert ein Management der Wechselkurse, das über unverbindliche Absichtserklärungen hinauszugehen hat. Verbindliche Formen der Wechselkurspolitik verlangen Verpflichtungen und Handlungen von Regierungen und Zentralbanken. Wird keine Verpflichtung akzeptiert, so besteht freies Floating der Wechselkurse. Bei einem „managed floating“ können Regierungen und Zentralbanken Maßnahmen mit dem Ziel der Wechselkursbeeinflussung vornehmen, ohne sich aber in irgendeiner Weise zur Einhaltung von Regeln für die Stabilisierung von Wechselkursen zu verpflichten. Ein Festkurssystem mit Bandbreiten verlangt strenge Regeln, die von allen Teilnehmerländern zu akzeptieren sind: Werden Interventionspunkte erreicht, so sind Entscheidungen über Devisenmarktinterventionen oder Leitkursänderungen unausweichlich.

Zielzonen für Wechselkurse verbinden Elemente eines Festkurssystems mit jenen eines „managed floating“. Wechselkurse außerhalb von Zielzonen werden als unvereinbar mit Zielen der Wirtschaftspolitik erklärt, ohne daß diese Fehlentwicklung zu durch objektiven Indikatoren regelgebundenen Handlungsanweisungen für genau definierte wirtschaftspolitische Maßnahmen zwingt.

Im Unterschied zu einem Festkurssystem, in dem „harte“ Bandbreiten für zulässige Wechselkursschwän-

kungen festgelegt werden, sind in einem Zielzonensystem die Grenzen der Kursentwicklung „weich“. Bei Wechselkursen außerhalb von Zielzonen wird lediglich erwartet, daß geeignete wirtschaftspolitische Maßnahmen ergriffen werden, um Verzerrungen von Wechselkursen abzuschwächen. Ein Zielzonensystem steht deshalb flexiblen Wechselkursen näher als einem Festkurssystem<sup>2</sup>.

Zielzonen für Wechselkurse können sich in verschiedener Hinsicht unterscheiden:<sup>3</sup>

□ Erstens ist zu unterscheiden nach dem Grad der Verbindlichkeit geeigneter wirtschaftspolitischer Maßnahmen, um Wechselkurse in Zielzonen zu halten.

□ Zweitens können Zielzonen allein zwischen Regierungen und Zentralbanken der Länder verabredet werden („leise“ Zonen) oder sie können darüber hinaus der Öffentlichkeit bekanntgegeben werden („laute“ Zonen). Eine Stabilisierung der Wechselkursenerwartungen kann nur gelingen, wenn Informationen über Zielzonen für Wechselkurse veröffentlicht werden.

□ Drittens können Zielzonen unterschiedlich breit sein. Die Spanne, innerhalb derer Wechselkursänderungen als vereinbar mit dem Ziel stabiler Währungsbeziehungen erachtet werden, wird bestimmt von zwei Forderungen. Erstens sollten begrenzte Änderungen realer Wechselkurse Anpassungen bei außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten erleichtern. Zweitens sollten Wechselkursänderungen aber nicht erheblich und nicht für lange Zeit von jenen Werten abweichen, die mit ökonomischen Grunddaten der Länder übereinstimmen. Die

---

<sup>1</sup> Vgl. International Monetary Fund: Target Zones, prepared by the Research Department (in consultation with other departments), 9. Januar 1986, S. 3 ff.; The Exchange Rate System: Lessons of the Past and Options for the Future, a Study by the Research Department of the International Monetary Fund, Occasional Paper No. 30, Washington, DC, Juli 1984, S. 53 ff.; J.H. Morsink: The European Monetary System: Rebirth of the Adjustable Peg?, Diss. Princeton, New Jersey, 9. April 1986, S. 113 ff.; H. Lehment: Devisenmarktinterventionen bei flexiblen Wechselkursen: die Politik des Managed Floating, Tübingen 1980, S. 128 ff.

<sup>2</sup> Vgl. The Exchange Rate System, a.a.O., S. 53.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu H. Lehment: Devisenmarktinterventionen bei flexiblen Wechselkursen, a.a.O., S. 148 ff.; International Monetary Fund: Target Zones, a.a.O., S. 21 ff.

---

*Prof. Dr. Wolfgang Filc, 42, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld, Kredit und Währung, an der Universität Trier.*

erforderliche Breite von Zielzonen ist um so größer zu bemessen, je geringer der Grad der Harmonisierung der Wirtschaftspolitiken der Teilnehmerländer ist und je stärker sich die wirtschaftlichen Strukturen der Länder unterscheiden.

□ Viertens ist zwischen Verbots- und Gebotsregeln bei Wechselkursen außerhalb von Zielzonen zu unterscheiden. Es kann vorgesehen werden, solche Devisenmarktinterventionen zu unterlassen, durch die Abweichungen der Wechselkurse von Zielzonen verstärkt würden (Verbotsregel)<sup>4</sup>. Gebotsregeln sind besser geeignet, das Währungssystem zu stabilisieren.

□ Fünftens können Zielzonen – analog zu einem *Crawling Peg* – sukzessive und in kleinen Dosen verschoben werden, sie können für einen festen Zeitraum formuliert werden, oder sie können wie in einem Festkurssystem mit anpassungsfähigen Leitkursen fallweise verschoben werden. Eine gleitende Zielzonenanpassung verlangt einen konsensfähigen objektiven Indikator, der Anpassungsbedarf anzeigt. Ein Indikator, der die nötige Präzision aufweist, um danach Zielzonenänderungen in der Größenordnung von Bruchteilen von Prozentpunkten vornehmen zu können, ist nicht in Sicht. Zudem wäre es gefährlich, wirtschaftspolitische Entscheidungen durch einen von Indikatoren gesteuerten Automatismus zu ersetzen. Vorzuziehen ist die Festlegung von Zielzonen für einen längeren Zeitraum, etwa für ein Jahr. Eine Stabilisierung der Wechselkursenerwartungen und eine internationale Abstimmung der Wirtschaftspolitik kann dadurch am ehesten erreicht werden.

□ Sechstens können Zielzonen zwischen Landeswährungen oder gegenüber einem Währungskorb<sup>5</sup> vereinbart werden. Zur Stabilisierung der Erwartungen sind Zielzonen zwischen Landeswährungen überlegen. Dabei kann ferner danach differenziert werden, ob Zielzonen allein gegenüber einer einzelnen Währung bestimmt werden (Leitwährungslösung) oder einvernehmlich zwischen allen Währungen der Teilnehmerländer (Vereinbarungslösung). Eine Leitwährungslösung würde dem angestrebten Ziel der schrittweisen Angleichung der Wirtschaftspolitiken der großen Industrieländer zuwiderlaufen.

□ Siebtens können bei einer Verletzung von Regeln für ein Zielzonensystem Sanktionen vorgesehen werden<sup>6</sup> oder es kann darauf verzichtet werden. Regeln ohne Sanktionen sind nutzlos. Es sollte Druck ausgeübt werden, um das Ziel der Stabilisierung des Währungssystems zu erreichen. Freilich sollte das nicht zu der naiven Vorstellung verführen, die Wirtschaftspolitik würde sich außenwirtschaftlichen Zwängen unterwerfen.

Zielzonen für Wechselkurse mit der Absicht der Stabilisierung des Währungssystems und der Berücksichti-

gung internationaler Implikationen wirtschaftspolitischer Maßnahmen sollten die folgenden Elemente enthalten:

□ Erstens sind „weiche“ Zielzonen festzulegen. Diese Zielzonen sind bekanntzugeben („laute“ Zonen).

□ Zielzonen sollten in Form einer Vereinbarungslösung festgelegt werden.

□ Zielzonen sind für einen mittelfristigen Zeitraum festzulegen, etwa für ein Jahr. Für die Eingangsphase sind breite Zielzonen erforderlich, etwa in Höhe von  $\pm 10\%$  um Referenzkurse.

□ Es sind Gebotsregeln zu formulieren und Sanktionen für den Fall ihrer Nichteinhaltung festzulegen. Gebotsregeln und Sanktionen sollten Druck hinsichtlich verstärkter wirtschaftspolitischer Kooperation zwischen den Ländern ausüben, ohne binnenwirtschaftliche Erfordernisse hinter außenwirtschaftliche Zwänge zu stellen.

### **Einwände gegen Zielzonen**

Die Anregung einer Intensivierung der währungs- und wirtschaftspolitischen Zusammenarbeit zwischen Industrieländern mit untereinander flexiblen Wechselkursen durch ein Zielzonenkonzept stieß auf eine Vielzahl von Einwänden<sup>7</sup>. Auf die wichtigsten Einwände wird im folgenden eingegangen.

Ein Einwand gegen Zielzonen lautet, die Begrenzung der Kursentwicklung an den Devisenmärkten störe die Allokationsfunktion des Preissystems. Internationale Währungsprobleme in der Endphase des Systems von Bretton Woods waren Ergebnis zu geringer Beweglichkeit nominaler Wechselkurse. Die Probleme des letzten Jahrzehnts sind anders gelagert. Überschießende Wechselkurse und langfristig erhebliche Verschiebungen realer Wechselkurse machten deutlich, daß das internationale Währungssystem seiner Aufgabe nicht gerecht wurde "to provide a framework that facilitates the exchange of goods, services and capital among countries, and that sustains sound economic growth . . ." <sup>8</sup>. Wechselkursänderungen waren nicht Folge geänderter Knappheitsverhältnisse an den Güter-

<sup>4</sup> Eine derartige Regelung entspricht dem Verbot aggressiver Devisenmarktinterventionen, wie sie in den Richtlinien des Internationalen Währungsfonds für flexible Wechselkurse festgelegt sind.

<sup>5</sup> Vgl. C. J. Oort: Exchange Rate Policy in the European Communities, in: Common Market Law Review, Vol. 13, 1976, S. 301 ff.

<sup>6</sup> Vgl. zu Sanktionen für ein System von Wechselkurszielzonen in der EG Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Zeit zum Investieren, Jahresgutachten 1976/77, Stuttgart und Mainz 1977, Ziff. 504 ff.

<sup>7</sup> Vgl. International Monetary Fund: Target Zones, a.a.O., S. 11 ff.

<sup>8</sup> Articles of Agreement of the International Monetary Fund (April 1, 1978), Article IV, Section 1.

und Kapitalmärkten, sondern sie waren Ursache für Richtung und Umfang des internationalen Leistungs- und Kapitalverkehrs. Wechselkursänderungen waren nicht Ausdruck von Allokationserfordernissen, sondern sie bestimmten die Allokation.

Der Wechselkurs als relativer Preis verknüpft Preise von Gütern und Leistungen der Länder sowie Erträge aus Finanz- und Sachaktiva, die auf unterschiedliche Währungen lauten. Wechselkursänderungen beeinflussen deshalb die Allokation, wenn sie sich bei konstanten Preisen für Güter- und Leistungen sowie bei gegebenen Ertragsraten aus Vermögensgegenständen verschieben. Die Stabilisierung realer Wechselkurse mit Hilfe eines Zielzonenkonzepts zielt darauf ab, den von Änderungen relativer Preise angezeigten geänderten Knappheitsverhältnissen und den dadurch ausgelösten Verteilungsmechanismen wieder stärkere Geltung gegenüber Wechselkursänderungen zu verschaffen.

Die Ablehnung von Zielzonen unter Hinweis auf eine vermeintliche Einschränkung der Allokationsaufgabe des Preissystems übersieht, daß häufig in anderen Bereichen Verzerrungen relativer Preise konstatiert werden und mit wirtschaftspolitischen Maßnahmen darauf abgezielt wird, sie abzuschwächen. Beispiele hierfür sind der Verweis auf zu hohe Arbeitskosten im Vergleich zu den Kapitalkosten als Ursache von Arbeitslosigkeit oder auf zu geringe Ertragsraten aus Produktivvermögen im Vergleich zu den Renditen aus Finanzaktiva. In ähnlicher Weise, wie wirtschaftspolitische Maßnahmen in diesen Bereichen Marktergebnisse korrigieren, um binnenwirtschaftliche Fehlentwicklungen abzubauen, dienen Zielzonen dazu, durch Begrenzung realer Wechselkursänderungen innerhalb eines weiten Bandes weltwirtschaftliche Fehlentwicklungen zu vermindern. Zielzonen stören dann nicht die Wirkungsweise des internationalen Preismechanismus, sondern sie fördern ihn.

Ein weiteres Argument gegen Zielzonen läuft darauf hinaus, daß die dauerhafte Einbeziehung des Dollars in einen institutionalisierten Rahmen zur Begrenzung von Wechselkursschwankungen unrealistisch sei. Optionen für flexible oder feste Wechselkurse werden häufig auf der Grundlage von Theorien des optimalen Währungsraums<sup>9</sup> geprüft, und ihre Ergebnisse werden auf die Abschätzung der Realisierbarkeit von Zielzonen übertragen<sup>10</sup>. Diese Analogie verkennt, daß „weiche“ Zielzonen – und nur hierum geht es in der gegenwärtigen Diskussion – eine Form des Managed Floating darstellen, nicht dagegen die Ausprägung eines Festkurssystems mit bindenden Interventionsverpflichtungen.

Theorien des optimalen Währungsraums zeigen, daß eine Tendenz zu festen Wechselkursen besteht, wenn

- die Wirtschaftsräume der Währungsgebiete relativ klein und offen sind,
- die Produktionsstruktur der Länder stark differenziert ist,
- ein hoher Grad an Faktormobilität innerhalb der Wirtschaftsräume besteht,
- gleiche Einstellungen gegenüber Gefährdungen der Geldwertstabilität vorliegen.

Diese ökonomischen Kategorien zeigen, daß sich die Voraussetzungen für stabilere Wechselkurse zwischen den USA, Europa und Japan verbessert haben. So hat sich der Offenheitsgrad der amerikanischen Volkswirtschaft, gemessen am Anteil der Exporte und Importe am Bruttosozialprodukt, von 1960 bis 1982 von 9,6 % auf 18,2 % erhöht<sup>11</sup>.

Ebensowenig behindern Unterschiede in der Produktionsdifferenzierung oder der Faktormobilität zwischen den drei großen Wirtschaftsräumen der westlichen Industrieländer einen Grundkonsens zur dauerhaften Verminderung von Wechselkursschwankungen. Unterschiedliche Einstellungen gegenüber Gefährdungen der Geldwertstabilität sind zwischen Europa, den USA und Japan nicht anders zu bewerten als zwischen europäischen Ländern. Die monetäre Stabilisierungspolitik der letzten Jahre in allen westlichen Industrieländern belegt, daß in diesem Bereich die Übereinstimmung hinsichtlich der sozialen Kosten der Inflation gewachsen ist. Einwände auf der Grundlage von Theorien des optimalen Währungsraums vermögen zusammengenommen nicht zu überzeugen.

### Gleichgewichtskurs nicht bestimmbar

Der dritte Einwand gegen das Festlegen von Zielzonen lautet: Weil gleichgewichtige Wechselkurse nicht bestimmbar sind, hat es auch keinen Sinn, um diese unbekannt Referenzkurse Zielzonen festzulegen.

Die Vorstellung eines ermittelbaren Gleichgewichtspreises ist eine theoretische Fiktion. Niemand kennt den Gleichgewichtspreis eines beliebigen Gutes, eines Finanztitels oder einer Währung. Gleichgewicht als Ziel hat darüber hinaus darzulegen, ob ein partielles Gleichgewicht im Sinne einer Überschußnachfrage von Null an einem Markt angestrebt wird oder ob Zusammenhänge mit anderen Märkten Berücksichtigung finden sollen. Das Ziel eines Gleichgewichts allein am Devi-

<sup>9</sup> Vgl. F. Rühl: Optimale Abgrenzung von Währungsgebieten: Ein Überblick, in: Kredit und Kapital, 8. Jg., 1975, S. 123 ff.

<sup>10</sup> Vgl. International Monetary Fund: Target Zones, a.a.O.

<sup>11</sup> Vgl. H. Hesse: Weltwirtschaftliche Entwicklung und Wirtschaftspolitik in wechselseitiger Abhängigkeit, in: J. Langkau, C. Köhler (Hrsg.): Wirtschaftspolitik und wirtschaftliche Entwicklung, Bonn 1985, S. 117.

senmarkt ist vor dem Hintergrund gesamtwirtschaftlicher Zusammenhänge und Fehlentwicklungen genauso wenig aussagefähig wie das Postulat eines partiellen Gleichgewichts am Geldmarkt oder am Wertpapiermarkt. Gleichgewichte oder Störungen des Gleichgewichts an Finanzmärkten oder am Devisenmarkt erhalten nur dann eine faßbare Dimension, wenn ihre Folgen für andere Märkte, vor allem für Gütermärkte, für Produktion und Beschäftigung berücksichtigt werden. Wenngleich es keine befriedigende Lösung für die Ermittlung von Gleichgewichtswchselkursen gibt, so waren doch Phasen einer deutlichen Überbewertung oder Unterbewertung des Dollars in der Vergangenheit deutlich zu lokalisieren.

Das nicht befriedigend lösbare Problem der Bestimmung von Gleichgewichtswchselkursen stellt sich auch im EWS. Bei der Inkraftsetzung des EWS wurden keine auf der Grundlage von Modellrechnungen ermittelten Gleichgewichtswchselkurse herangezogen, sondern die Kurse des Vortags, weil sie Regierungen und Währungsbehörden der Teilnehmerländer als angemessen erschienen.

Auch das Festlegen von Referenzkursen für Zielzonen unter Einschluß des Dollars hat sich nicht an denkbaren Gleichgewichtskursen zu orientieren, sondern hat sich auf eine gemeinsame Sichtweise hinsichtlich der Angemessenheit von Wechselkursen zu stützen.

"... an exchange rate is viewed as sustainable if it can be maintained over the medium term and is 'appropriate' from the standpoint of the country in question and the international community as a whole"<sup>12</sup>.

Zudem dient die Breite von Zielzonen dazu, mögliche Schätzfehler bei den als angemessen erachteten Wechselkursen zu berücksichtigen, die Wechselkurse transitorische Störungen absorbieren zu lassen, ohne daß sie aus den Zielzonen herausgedrängt werden, sie fungiert als Puffer zum Ausgleich unterschiedlicher gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen, und sie gewährt den Zentralbanken Spielraum für geldpolitische Maßnahmen, ohne eine Einbahnspekulation auf Devisenmarktinterventionen oder andere Maßnahmen der Wirtschaftspolitik bei dem Erreichen von Grenzwerten der Zielzone zu riskieren.

Die Bestimmung von Zielzonen für Wechselkurse ähnelt der Praxis der Festlegung von Geldmengenzielen durch Zentralbanken. Als Zentralbanken zur Ankün-

digung von Geldmengenzielen übergangen, wurde nicht der Versuch unternommen, zunächst die „gleichgewichtige Geldmenge“ zu bestimmen, sondern es wurde ein als „angemessen“ erachteter Geldbestand unter Verwendung von Daten über die für die Projektionsperiode voraussehbare gesamtwirtschaftliche Entwicklung fortgeschrieben. Um den mittleren Wert werden „weiche“ Grenzen für die monetäre Expansion gezogen. Es ist nicht ersichtlich, warum sich diese Praxis der Zentralbanken bei der Festlegung von Zielwerten für Geldmengen Größen mit dem Ziel der Stabilisierung von Finanzsystemen in der Vergangenheit häufig als hilfreich erwiesen hat, eine vergleichbare Vorgehensweise bei der Festlegung von Zielzonen für Wechselkurse aber scheitern muß.

### **Das Indikatorproblem**

Weiter wird argumentiert, es bestehe keine Übereinstimmung darüber, welche ökonomischen Indikatoren die Angemessenheit einer Veränderung von Zielzonen anzeigen. Wechselkurse reflektieren eine Vielzahl tatsächlicher oder für die Zukunft erwarteter ökonomischer Daten der Länder. Die Gewichtung der Einflußfaktoren ändert sich. Nicht antizipierbare Zufallskomponenten überlagern häufig ökonomische Fundamentalfaktoren, und nicht selten dominieren sie die Wechselkursentwicklung<sup>13</sup>.

Dieser für die Wirtschaftstheorie unbequeme Zustand sollte nicht dazu verleiten, unter Hinweis auf die geringe Güte von Wechselkursprognosen ein Zielzonenkonzept zu verwerfen. Die Möglichkeiten einer hinreichend zutreffenden Zinsprognose sind nicht besser. Dennoch setzt die Deutsche Bundesbank Zielbänder für die Zinsentwicklung am Geldmarkt (Tagesgeld) fest, begrenzt vom Lombardsatz und vom Diskontsatz. Verschiebungen der Zielzonen für den Tagesgeldsatz durch Änderungen der Leitzinssätze werden häufig mit geänderten Marktbedingungen begründet, oder es wird beabsichtigt, den Akteuren an Finanzmärkten einen Hinweis über den voraussichtlichen Zinstrend zu geben. Auch hierbei handelt es sich um Maßnahmen zur Beeinflussung der Markterwartungen, nämlich hinsichtlich der künftigen Zinsentwicklung. Die Änderung von Zielzonen für Wechselkurse verfolgt ein vergleichbares Ziel, nämlich die Stabilisierung der Wechselkurerwartungen. Die Vielzahl von Wechselkursdeterminanten und das Zusammentreffen mehrerer Unsicherheitseinflüsse im Wechselkurs verlangen für Wechselkurse breitere Zielzonen als für Tagesgeldsätze. Neben scharfen Wechselkursausschlägen waren lang andauernde und erhebliche Verschiebungen realer Wechselkurse das währungspolitische Hauptproblem des vergangenen Jahrzehnts. Dieses Problem für die Zukunft zu vermin-

<sup>12</sup> Issues in the Assessment of the Exchange Rates of Industrial Countries, a Study by the Research Department of the International Monetary Fund, Occasional Paper No. 29, Washington, D.C., Juli 1984, S. 1.

<sup>13</sup> Vgl. W. Filc, S. Bredemeier: Bestimmungsgründe der Wechselkursentwicklung. Ein Überblick und einige Hinweise zur Einschätzung zukünftiger Wechselkursstrends, NORD/LB 1985.

dern erfordert – trotz aller Bedenken gegenüber einem derartigen Maßstab<sup>14</sup> – die Orientierung von Zielzonenanpassungen an der relativen Preisentwicklung der Länder<sup>15</sup>.

Eine derartige Orientierungsgröße ist nicht gleichzusetzen mit einem kaufkraftparitätischen Automatismus<sup>16</sup>. Bei für die Dauer eines Jahres festzulegenden Zielzonen für Wechselkurse sollte ein Land mit einem im internationalen Vergleich geringen Preisauftrieb einen Referenzkurs für seine Währung wählen, der entsprechend dem für die Projektionsperiode anzunehmenden Preissteigerungsgefälle über dem vorherigen Referenzkurs liegt<sup>17</sup>. Das schließt nicht aus, daß neben Preissteigerungsraten weitere gesamtwirtschaftliche Eckdaten der Länder berücksichtigt werden. Preissteigerungsdifferenzen sollten aber Ausgangspunkt der Bestimmung von Zielzonen sein. Eine von dieser Orientierungsgröße abweichende Verschiebung von Zielzonen ist zu begründen. Reale Wechselkursänderungen könnten sich dann im Zeitverlauf nicht verstärken, sondern sie würden von der Breite der Zielzonen begrenzt. Ein derartiges Verfahren entspricht weitgehend der Praxis bei Leitkursänderungen im EWS.

#### **Weitergehende Harmonisierung**

Kritiker des Zielzonenkonzepts wenden ferner ein, ohne eine weitergehende Harmonisierung der Wirtschaftspolitik zwischen den Ländern würden Zielzonen scheitern. Eine Ursache für Wechselkursschwankungen und trendmäßige Verschiebungen realer Wechselkurse ist eine zwischen den Ländern unzureichend abgestimmte Wirtschaftspolitik sowie die damit einhergehende unterschiedliche Entwicklung ökonomischer Fundamentalfaktoren. Eine andere Ursache sind diffuse und unsichere Erwartungen, wenn eine Richtgröße für das Herausbilden fester Wechselkurserwartungen fehlt. Beide Fehlentwicklungen sind nicht durch eine Maßnahme zu beheben. Die Bestimmung von Grenzwerten für Zielzonen zur Kanalisierung der Erwartungen ist die eine Sache, Niveau, Bandbreite und Häufigkeit der Änderungen von Zielzonen als Ausdruck wirtschaftlicher Konvergenz der Länder ist die andere.

Die weitergehende Harmonisierung der Wirtschaftspolitik macht Zielzonen für Wechselkurse also nicht entbehrlich. Zielzonen sind aber auch kein Ersatz für die Koordinierung wirtschaftspolitischer Konzeptionen und Maßnahmen der Länder. Wäre das so, so würden sich Wechselkursänderungen nicht häufig einer ökonomischen Erklärung entziehen. Dennoch kann ein Zielzonenkonzept durch eine über die Ansätze einer internationalen Abstimmung zinspolitischer Maßnahmen der Zentralbanken vom März 1986 hinausgehende Harmo-

nisierung der Wirtschaftspolitik gefestigt werden. Verschiebungen von Zielzonen bei zunehmender ökonomischer Divergenz bergen die Gefahr einer unterschiedlichen Beurteilung von Richtungen und Umfang erforderlicher Änderungen, mithin das Risiko des Scheiterns eines Zielzonenkonzepts. Je seltener und je geringer Zielzonen zu verschieben sind, desto mehr wird das Währungssystem stabilisiert. Die internationale Abstimmung der Geldpolitik bei einer halbjährlichen Überprüfung von Zielzonen kann das System festigen. Eine internationale Abstimmung der Geldpolitik und sich daraus ergebender Einflüsse auf die Zinsentwicklung ist nicht zu verwechseln mit einer Zinsfixierung oder der Festlegung von Zinsdifferenzen zwischen den Ländern<sup>18</sup>. Realzinsunterschiede sind auch Ausdruck unterschiedlicher realwirtschaftlicher Bedingungen der Länder, etwa von Relationen der freiwilligen Ersparnis zu Investitionen oder der Ertragseinschätzungen von Investitionen. Eine Zinsfixierung oder der geldpolitische Versuch der Realisierung gleichhoher Realzinssätze in allen Ländern würde den internationalen Ausgleich zwischen Investitionen und Ersparnissen behindern. Weder internationale Realzinsdifferenzen noch reale Wechselkursänderungen sind gänzlich auszuschalten. Ihre Ausschläge sind lediglich zu begrenzen, wenn sie die internationale währungs- und wirtschaftspolitische Zusammenarbeit gefährden.

Die Erfahrungen mit dem EWS zeigen, daß Regeln für die Kursentwicklung an den Devisenmärkten einen Zwang zur Harmonisierung der Wirtschaftspolitik bei größerer Geldwertstabilität auslösen<sup>19</sup>. Werden diese Regeln nicht akzeptiert, so können weder „harte“ noch „weiche“ einmal festgelegte Zielzonen unverändert aufrechterhalten werden. Auch hierzu liegen Erfahrungen vor, nämlich mit der europäischen Währungsschlinge. Die Realisierung eines Zielzonensystems kann also dazu beitragen, Wechselkursänderungen zu begrenzen

<sup>14</sup> Vgl. Issues in the Assessment of the Exchange Rates of Industrial Countries, a Study by the Research Department of the International Monetary Fund, Occasional Paper, No. 29, Washington, D.C., Juli 1984, S. 14 ff.

<sup>15</sup> Vgl. C. Köhler: Bedingungen für mehr Stabilität im Weltwährungssystem, in: W. Filc, C. Köhler (Hrsg.): Stabilisierung des Währungssystems, Berlin 1985, S. 255 ff.

<sup>16</sup> Dieser Ansatz wird vertreten in: Commission of the European Communities: OPTICA Report 1976, Inflation and Exchange Rates: Evidence and Policy Guidelines for the European Communities, Brüssel 1977.

<sup>17</sup> Vgl. J. Williamson: The Future Exchange Rate Regime, in: Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, Vol. 28, 1975, S. 127 ff.

<sup>18</sup> Köhler empfiehlt die Orientierung der internationalen Zinsdifferenz an der internationalen Preissteigerungsdifferenz. Vgl. C. Köhler: Bedingungen für mehr Stabilität im Weltwährungssystem, a.a.O., S. 255 ff.

<sup>19</sup> Vgl. J. H. Morsink: The European Monetary System, a.a.O.; G. Zis: European Monetary System: A Framework for International Monetary Reform?, in: INTERECONOMICS, March/April 1982, S. 65 ff.

und die Harmonisierung der Wirtschaftspolitik zu beschleunigen.

Ein weiteres Gegenargument lautet, das einvernehmliche Festlegen von Zielzonen zwischen allen Währungen mit gegeneinander flexiblen Wechselkursen sei illusionär. Für ein Zielzonenkonzept kommt allein die einvernehmliche Festlegung von Referenzkursen und Grenzwerten zwischen den Währungen aller Teilnehmerländer in Frage, kein Leitwährungssystem. Hierbei ist zugleich die Geldpolitik und die dadurch implizierte voraussichtliche Zinsentwicklung<sup>20</sup> abzustimmen. Abstimmungsprobleme potenzieren sich mit der Zahl der beteiligten Länder. Administrative Effizienz eines Zielzonenkonzepts verlangt deshalb die Eingrenzung auf die hauptsächlichlichen Reservewährungen US-Dollar, Yen und D-Mark.

Die Bewertung der Währungen von Nicht-Reservewährungsländern könnte entweder der Devisenkursarbitrage überlassen bleiben, oder die Regierungen und Währungsbehörden dieser Länder könnten sich für die Bindung ihrer Währung an eine Reservewährung entscheiden. Devisenmarktinterventionen in Reservewährungen, die Wechselkurse zwischen diesen Währungen aus Zielzonen herausdrängen, sind zu unterlassen.

Ein derartiger auf drei Währungen verteilter Devisenstandard<sup>21</sup> würde die D-Mark innerhalb des EWS in den Rang einer Leitwährung heben. Eine abgestimmte Wechselkurs-, Währungs- und Wirtschaftspolitik zwischen den USA, Japan und der Bundesrepublik Deutschland würde die durchschnittliche Bewertung von EWS-Währungen, d. h. die Bewertung der ECU, gegenüber Dollar und Yen bestimmen. Die anderen EWS-Länder hätten durch geeignete wirtschaftspolitische Maßnahmen die Wechselkurse ihrer Währungen gegenüber der D-Mark innerhalb der Kassakursbandbreite zu halten. Noch vor wenigen Jahren erschien es als unrealistisch, daß die D-Mark die Funktion einer Leitwährung im EWS übernehmen könnte. Stillschweigende Übereinkunft und faktisches Handeln haben aber inzwischen bewirkt, daß die D-Mark zur Schlüsselwährung des EWS und der Kurs der Deutschen Bundesbank bestimmend für die Geldpolitik der EWS-Länder wurde<sup>22</sup>.

An Stelle einer derartigen Aufgabenteilung im EWS kommt eine Vereinbarungslösung in Frage. Sie erfordert gemeinschaftliches wirtschaftspolitisches Handeln aller EWS-Länder bei Wechselkursen des Dollars und des Yen, die außerhalb von Zielzonen notieren. Würden Devisenmarktinterventionen als nützlich erachtet, so müßten sie von allen am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Ländern vorgenommen werden. Die Interventionsanteile könnten sich an den ECU-Gewichten der Währungen orientieren. Vereinfacht werden könnte

die Aufteilung, wenn mit Interventionen gegenüber Dollar und Yen eine Zentralstelle des EWS, etwa der EFZW, beauftragt würde. Der administrativen Effizienz wäre eine derartige Vereinbarungslösung im EWS allerdings nicht förderlich.

Würde von den EWS-Ländern weder eine Leitwährungslösung noch eine Vereinbarungslösung innerhalb des EWS als Teil eines Zielzonenkonzepts für die Wechselkurse der drei großen Reservewährungen akzeptiert, so wären Zielzonen kaum zu realisieren. Die Deutsche Bundesbank kann nicht dafür in die Verantwortung genommen werden, zugleich Kursanspannungen innerhalb des EWS und gegenüber Dollar und Yen zu lindern.

### **Rolle Internationaler Kapitalbewegungen**

Internationalen Kapitalbewegungen zwischen Reservewährungsländern kommt zentrale Bedeutung für kurzfristige Wechselkursbewegungen zu. Insbesondere der Dollarkurs kann, so ein weiterer Einwand, bei geänderten Währungspräferenzen von Geldanlegern aus Zielzonen herausgedrängt werden<sup>23</sup>.

Geänderten Währungspräferenzen und daraus folgenden Portfolioanpassungen kann Rechnung getragen werden, ohne daß der Devisenmarkt berührt wird. Das ist möglich, wenn Zentralbanken Offenmarktgeschäfte auch in auf Auslandswährungen lautenden Wertpapieren vornehmen. Steigt etwa in Deutschland die Nachfrage nach amerikanischen Finanzaktiva, so könnte die Bundesbank diese Titel an den Markt geben. Sie hat dann zu entscheiden, ob im Gegenwert auf D-Mark lautende Wertpapiere aufgenommen werden oder ob statt dessen die Zentralbankgeldversorgung zurückgeführt wird. Verschiebungen von Währungspräferenzen würden auf diese Weise am Devisenmarkt vorbeigeleitet. Dazu ist es erforderlich, daß sich die Zentralbanken der am Zielzonensystem beteiligten Länder gegenseitig Wertpapier-Stabilisierungskonten eröffnen. Sie beinhalten das gegenseitige Recht auf Ziehung von Wertpapieren aus dem Bestand der jeweils anderen Zentralbank gegen Bereitstellung von Wertpapieren aus dem eigenen Bestand. Inhaber ausländischer Wertpapiere, die von der Zentralbank des Inlands abgegeben

---

<sup>20</sup> Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Zinszielen von Zentralbanken vgl. K. Hasenbach-Jaenisch: Strategien der Geldpolitik – Eine Kritik der Geldmengensteuerung, Hamburg 1985, S. 32 ff.

<sup>21</sup> Diese Konzeption wird vertreten von R. I. McKinnon: An International Standard for Monetary Stabilization, Cambridge, London 1984.

<sup>22</sup> Vgl. W. Filc, J. Kuhlmann: Die Integrationskraft des Europäischen Währungssystems, in: WIRTSCHAFTSDIENST, H. 9/1982, S. 477 ff.

<sup>23</sup> Vgl. O. Emminger: Kann das internationale Währungssystem nach der Phase der Störungen zu neuen Ufern aufbrechen?, in: Handelsblatt v. 26.5.1986, S. B. 23.

wurden, haben das Recht auf jederzeitigen Eintausch gegen auf Inlandswährung lautende Wertpapiere durch die Zentralbank. Das Zinssatz- und Wechselkursänderungsrisiko trägt der Anleger<sup>24</sup>.

Aber auch ohne diese Vorkehrung können Zielzonen den internationalen Kapitalverkehr kanalisieren, wenn Wechselkursänderungserwartungen sowie Verschiebungen des internationalen Zinsgefälles gemildert werden.

Die Deutsche Bundesbank weist hin auf mögliche Gefährdungen der Geldwertstabilität: „Selbst relativ breit gefaßte Zielzonen ... wären in geldpolitischer Sicht letztlich nicht anders als Systeme mit festen Wechselkursen zu beurteilen ...“<sup>25</sup>

Zielzonen sind eine Ausprägung gebundenen Floatens, nicht eine auf Indikatoren fixierte Währungsordnung mit automatischer Handlungsverpflichtung. Zielzonen für Wechselkurse sind insoweit vergleichbar mit von Zentralbanken festgelegten Zielen für die monetäre Expansion. Verläßt der Expansionspfad die Zielprojektion, so ergibt sich kein automatischer Zwang, die Expansion monetärer Größen in das Zielband zurückzuführen. Eine Stabilisierung der Erwartungen von Finanzmärkten kann auch durch die Erläuterung, warum Abweichungen toleriert werden, oder durch eine Anpassung von Geldmengenzielen erreicht werden.

Derart „weiche“ Zielzonen können auch die Kursentwicklung an den Devisenmärkten stabilisieren. Verlassen Wechselkurse ihre Zielzonen, so entsteht ein Handlungs- oder Erklärungsbedarf. Ein Automatismus besteht dabei nur insoweit als Konsultationen zwischen den Teilnehmerländern erforderlich werden. Diese Regel tritt an die Stelle bisheriger Ad-hoc-Absprachen, etwa im Rahmen der Fünfergruppe. Welche Maßnahmen aber geeignet sind, um Wechselkursziele zu realisieren, oder ob Zielzonen verändert werden, ist eine andere Frage.

Ein Zielzonensystem kann geeignet sein, die Beachtung des Zieles der Geldwertstabilität zu fördern. Bei der Festlegung von Zielzonen sollten auch geldpolitische Projektionen von den Zentralbanken erläutert und abgestimmt werden. Überschreitet in einem Land die monetäre Expansion die Zielprojektion und geht das einher mit einer Abwertung der Währung dieses Landes, so könnte die Zentralbank dieses Landes bei Erreichen von Grenzwerten der Zielzonen verpflichtet werden, durch einseitige Interventionen, deren Liquiditätswirkung nicht neutralisiert werden darf, die Wechselkurse zu stützen<sup>26</sup>. Kommt die Zentralbank dieser Verpflichtung nicht nach, so sollte es den Regierungen der anderen Teilnehmerländer freigestellt sein, das Zielzonensy-

stem aufzukündigen. Die Stabilisierung des Währungssystems durch Zielzonen für Wechselkurse ist also möglich, ohne die Geldwertstabilität zu gefährden.

Die Diskussion über Zielzonen für Wechselkurse wird geprägt von den Erfahrungen aus der Endphase des Systems von Bretton Woods. Bei geeigneter Ausgestaltung eines Zielzonenkonzepts ist es möglich, das Währungssystem zu stabilisieren und die wirtschafts- und währungspolitische internationale Zusammenarbeit zu verstärken, ohne die Fehler der Vergangenheit zu wiederholen. Dazu bedarf es allgemeiner Regeln, die über den Tag hinaus akzeptiert werden können. Der gegenwärtige Konsens zwischen den Ländern hinsichtlich der Notwendigkeit geordneter Währungsbeziehungen kann sonst rasch wieder verlorengehen.

Vor mehr als einem Jahrzehnt wurde hinsichtlich der Notwendigkeit geordneter Währungsbeziehungen ausgeführt:

„We seek an international monetary system which discourages nations from maintaining exchange rates that are “wrong” – in the sense of being contrary to what is needed for sustainable international payments relationships. The possibility of having the “wrong” exchange rate and the “wrong” exchange rate policies can occur whether a country is technically floating or technically maintaining a par value. Thus, it is not meaningful or theoretically sound to proceed as though there were two separate “systems” of par values and floating, each of which should be subject to its own rules, conventions, and procedures, and one of which should be regarded as morally superior<sup>27</sup>“.

Dieser ökonomischen Einsicht folgten Währungsunruhen, die zu einer Belastung der internationalen Wirtschaftsbeziehung wurden, weil es an Regeln zur Einhaltung dieser Prinzipien mangelte. Genausowenig, wie die Fehler des Festkurssystems von Bretton Woods wiederholt werden sollten, sollten sich die Irrtümer des unregelmäßig Floatens wiederholen. Ein Zielzonenkonzept bietet hierzu eine Chance.

<sup>24</sup> Vgl. W. Filc: Devisenmarkt und Geldpolitik, Berlin 1981, S. 305; Friedrich Ebert-Stiftung, Forschungsinstitut, Abteilung Entwicklungsländerforschung, Gruppe Information und Dokumentation, Nr. 18, Das Dollarkursproblem: Dimensionen, Ursachen, Lösungsansätze, 20. Juni 1984, S. 16 f.

<sup>25</sup> Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1985, S. 89.

<sup>26</sup> Vgl. P. Bofinger: Stabilitätsgerechte Festkurssysteme, in: Kredit und Kapital, 18. Jg. 1985, S. 173 ff.; H.-J. Jarchow: Devisenmarktinterventionen und Liquiditätswirkungen, in: Außenwirtschaft, 39. Jg., 1984, S. 299 ff.

<sup>27</sup> Commentary on Alternative Approach to Article IV on Exchange Rate Arrangements by the Executive Director for the United States, Sam Y. Cross (May 1, 1975), in: M. G. de Vries: The International Monetary Fund 1972-1978, Cooperation on Trial, Vol. III: Documents, International Monetary Fund, Washington, D.C. 1985, S. 300.