

Lehment, Harmen

Article — Digitized Version

Wechselkurszielzonen und der Louvre-Accord

Geld und Währung

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Lehment, Harmen (1988) : Wechselkurszielzonen und der Louvre-Accord, Geld und Währung, FWS, Zug, Vol. 4, Iss. 3, pp. 31-51

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1370>

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.

Wechselkurszielzonen und der Louvre-Accord

Harmen Lehment*

Zusammenfassung

Der vorliegende Beitrag befasst sich mit der Frage, ob der Louvre-Accord als eine Umsetzung der Zielzonenvorschläge von WILLIAMSON und McKINNON angesehen werden kann. Wir untersuchen, welche Massnahmen ergriffen wurden, um das im Louvre-Abkommen angestrebte Ziel einer Wechselkursstabilisierung zu erreichen, und prüfen, inwieweit die Koordinationskrise vom Spätherbst 1987 die Vorbehalte gegen Wechselkurszielzonen-Konzepte bestätigt hat.

Summary

The present study addresses the question whether and to which extent the Louvre-Accord can be considered as a realisation of the target-zone proposals of WILLIAMSON and McKINNON. We analyse the measures that have been taken to stabilize exchange-rates between member countries of the Louvre-Agreement and discuss in which way the coordination problems of autumn 1987 support the critics of target-zone arrangements.

I. Einleitung

Schon bald nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems kamen aus dem Bereich der Wirtschaftswissenschaft *Vorschläge für neue Formen einer wechselkursorientierten Politik*. Zu nennen sind hier beispielsweise das *Referenzkurskonzept* von ETHIER und BLOOMFIELD (1975), das *Referenzzonenkonzept* von WILLIAMSON (1975) und der *OPTICA-Vorschlag* für eine Stabilisierung der realen Wechselkurse in der EG (OPTICA-REPORT 1976)¹.

Die starken Kursfluktuationen des US-Dollar gegenüber anderen wichtigen Währungen — insbesondere gegenüber D-Mark und Yen — Ende der siebziger Jahre und Anfang der achtziger Jahre führten zu weiteren Vorschlägen, in deren Mittelpunkt eine verstärkte internationale Kooperation der wichtigsten Industrieländer zur Stabilisierung der Wechselkurse steht. Am meisten Beachtung fanden dabei zwei von WILLIAMSON (1985, 1986, 1987) und McKINNON (1984) entwickelte Vorschläge für Wechselkurszielzonen. Die Empfehlung einer engeren Zusammenarbeit zur Stabilisierung der Wechselkurse wurde von Wirtschaftspolitikern aufgegriffen. So erklärten die USA — die mit Ausnahme einer kurzen Phase unter der Carter-Administration eine Politik des «benign neglect» am Devisenmarkt betrieben hatten — sich auf dem sogenannten Plaza-Treffen der

* Der Verfasser ist Leiter der «Advanced Studies in International Economic Policy Research» am Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Finanzminister und Notenbankpräsidenten am 22. September 1985 in New York bereit, aktiv auf eine Abwertung des damals bei 2,80DM notierenden Dollars hinzuwirken. Im Februar 1987 gingen die Finanzminister und Notenbankpräsidenten auf ihrem Treffen im Pariser Louvre einen Schritt weiter. Während die Verlautbarung im Anschluss an das New Yorker Treffen keine Angaben über einen Referenzkurs oder eine Referenzzone enthielt, verständigte man sich im Louvre-Accord darauf, die Wechselkurse der beteiligten Währungen durch Kooperation in der Nähe des damals erreichten Kursniveaus zu stabilisieren².

In dem vorliegenden Beitrag wollen wir uns mit drei Fragen beschäftigen:

- Kann die Louvre-Vereinbarung als eine Umsetzung der damals vorliegenden Zielzonenvorschläge angesehen werden?
- Welche Massnahmen wurden ergriffen, um das im Louvre-Accord angestrebte Ziel einer Wechselkursstabilisierung zu erreichen?
- Inwieweit bestätigt die «Koordinationskrise» vom Spätherbst 1987 die zuvor genannten Vorbehalte gegen Wechselkurszielzonen-Konzepte?

II. Die Zielzonenvorschläge von WILLIAMSON und McKINNON

Ähnlich wie in einem System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse müssen auch in einem System von Wechselkurszielzonen zunächst folgende Fragen geklärt werden³:

- Welche Währungen sollen einbezogen werden und sollen Wechselkurszielzonen auf der Basis von bilateralen oder multilateralen (effektiven) Wechselkursen festgelegt werden?
- Wie sollen die Referenzkurse (die Mitte des Zielbandes) ermittelt werden?
- Wie breit soll das Zielband sein?
- Wie häufig und aufgrund welcher Kriterien sollen Wechselkurszielzonen verändert werden?
- Sollen Notenbanken oder Regierungen Massnahmen ergreifen, um die Wechselkurse innerhalb der Zielzonen zu halten? Wenn ja, welche Massnahmen sollen dies sein?

Bei der Antwort auf die hier angeführten Fragen unterscheiden sich die Vorschläge von McKINNON und WILLIAMSON in mehreren Punkten.

1. Beteiligung am Zielzonensystem und Definition der Referenzkurse

McKINNON schlägt vor, dass die drei grössten westlichen Industrieländer (die USA, Japan und die Bundesrepublik Deutschland) bilaterale Zielzonen für die Wechselkurse ihrer Währungen formulieren. WILLIAMSON hält alternativ dazu eine Vereinbarung der Länder der Group of Five (der zusätzlich auch Frankreich

und Grossbritannien angehören) oder der Group of Seven (mit Italien und Kanada) für möglich. WILLIAMSON empfiehlt zudem, die Zielzonen nicht auf der Basis von bilateralen Wechselkursen, sondern auf der Basis von konsistenten effektiven Wechselkursen festzulegen. Dies wirft allerdings zusätzliche Probleme auf. Denn die Anteile der verschiedenen Währungen in dem bei der Berechnung des effektiven Wechselkurses zugrunde gelegten Währungskorb sind üblicherweise unterschiedlich hoch. Ein Stabilisieren des effektiven Wechselkurses kann dadurch unter Umständen zu einer Destabilisierung der bilateralen Wechselkurse führen⁴.

2. Ermittlung der Referenzkurse

McKINNON ermittelt bilaterale Referenzkurse für Dollar, Yen und D-Mark auf der Grundlage von relativen Kaufkraftparitäten. Als Basisjahr wählte er 1975. Er begründet dies damit, dass der nominale Yen/Dollar-Kurs und der nominale DM/Dollar-Kurs 1975/76 relativ stabil waren und die Zinsen und Inflationsraten damals in allen drei Ländern ähnlich hoch lagen (McKINNON 1984, S. 81). Das Referenzniveau für die bilateralen Wechselkurse berechnet McKINNON anhand der Entwicklung der relativen Lohnstückkosten. Er gelangt auf diese Weise für Ende 1983 zu Referenzkursen von 2,00 DM/Dollar und 210 Yen/Dollar.

WILLIAMSON schlägt vor, als Basis für ein Zielzonensystem sogenannte «Fundamentale Gleichgewichtswchselkurse» (fundamental equilibrium exchange rates) zu ermitteln. Diese entsprechen dem realen Wechselkurs, der mittelfristig mit der dem jeweiligen Land angemessenen Leistungsbilanzposition vereinbar ist. WILLIAMSON (1985) gelangt zu dem Resultat, dass der fundamentale Gleichgewichtskurs Ende 1984 bei 2,04 DM/Dollar und 198 Yen/Dollar gelegen haben dürfte. Diese Werte sind ähnlich hoch wie die von McKINNON ermittelten Werte⁵.

Gegen die Berechnung von Referenzkursen auf der Grundlage von Kaufkraftparitäten oder «angemessenen» Leistungsbilanzsalden lassen sich eine Reihe von Einwänden geltend machen.

Gegen eine Ermittlung auf der Basis von Kaufkraftparitäten sind folgende Kritikpunkte vorgebracht worden (SCHARRER 1985, FRENKEL und GOLDSTEIN 1986, KRUGMAN 1987, WILLMS 1987):

- Je nach der Wahl des Basisjahres und der jeweiligen Preis- oder Kostenindices können sich erhebliche Unterschiede in den errechneten Referenzkursen ergeben.
- Realwirtschaftliche Änderungen können zu – möglicherweise erheblichen – dauerhaften Abweichungen von der Kaufkraftparität führen.
- Die starken Abweichungen der Wechselkursentwicklung von der Kaufkraft-

parität, die sich in den vergangenen Jahren gezeigt haben, weisen darauf hin, dass Wechselkursvorhersagen oder offizielle Zielzonen auf der Basis von Kaufkraftparitäten für private Marktteilnehmer wenig glaubhaft sind.

Gegen die Ermittlung von Referenzkursen auf der Basis von als angemessen erachteten Leistungsbilanzpositionen lassen sich ebenfalls verschiedene Einwände erheben (SCHEIDE 1986, FRENKEL und GOLDSTEIN 1986, KRUGMAN 1987):

- Das Konzept eines «normalen» oder «angemessenen» Leistungsbilanzdefizits ist recht vage und subjektiv. Die Spezifikation von «angemessenen» Leistungsbilanzdefiziten kann möglicherweise zu erheblichen wirtschaftspolitischen Kontroversen zwischen den beteiligten Ländern führen.
- Es ist sehr schwierig, aus der angestrebten Leistungsbilanzposition ein Referenzniveau für den Wechselkurs zu bestimmen; Berechnungen anhand von Welthandelsmodellen erscheinen in diesem Zusammenhang recht fragwürdig.
- Angesichts eines fehlenden engen Zusammenhangs von Leistungsbilanz und Wechselkurs sind Wechselkursprognosen oder offizielle Zielzonen auf der Basis von Leistungsbilanzüberlegungen für private Marktteilnehmer möglicherweise ebenfalls wenig glaubhaft.

3. Bandbreite und Anpassung der Zielzonen

McKINNON empfiehlt, die Bandbreite für die Wechselkurszielzonen anfangs auf ± 5 Prozent festzusetzen und sie später (in der zweiten Phase des von ihm angestrebten Systems) auf ± 1 Prozent zu verringern. WILLIAMSON schlägt demgegenüber zunächst eine grössere Bandbreite von ± 10 Prozent vor.

Beide der hier betrachteten Vorschläge sehen Anpassungen der Wechselkurszielzonen vor. Bei McKINNON sollen die Zielzonen kontinuierlich an die unterschiedlichen nationalen Preisentwicklungen angepasst werden. Bei WILLIAMSON gibt es zusätzlich zu der regelmässigen Anpassung an eine unterschiedliche Preisentwicklung Anpassungen aufgrund von trendmässigen Änderungen des realen Wechselkurses, realwirtschaftlichen Schocks oder neuen Informationen.

4. Massnahmen zur Stabilisierung der Wechselkursentwicklung

Die Vorschläge von McKINNON und WILLIAMSON sehen keine Verpflichtungen zum Einhalten der Wechselkurszielzonen vor. In dieser Hinsicht unterscheiden sich die Konzepte für Zielzonen von einem System fester aber anpassungsfähiger Wechselkurse⁶.

Die *Funktion der Wechselkurszielzonen* besteht bei beiden Konzepten vorrangig darin,

- die *Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren* und
- einen *Ausgangspunkt für eine wechselkursbezogene Koordination der Geldpolitik* in den grossen Industrieländern zu schaffen.

Hinsichtlich der Form der Koordination der Geldpolitik unterscheiden sich die Vorschläge von McKINNON und WILLIAMSON.

McKINNON setzt an Geldmengengrössen an. Nach seinem Vorschlag legt zunächst jedes der drei beteiligten Länder eine Zuwachsrate der Geldmenge (in der Abgrenzung von M1) fest, die das Niveau der Grosshandelspreise bei unveränderten Wechselkursen mittelfristig annähernd konstant hält. Aus den gewichteten nationalen Geldmengenwachstumsraten wird eine Zuwachsrate der Weltgeldmenge errechnet⁷. Verlässt der bilaterale Wechselkurs zweier Währungen die Zielzone, so ist die Notenbank des Landes mit der relativ starken Währung gehalten, eine expansivere Geldpolitik zu betreiben und die Geldmenge über ihren längerfristigen Wachstumspfad hinaus auszudehnen. Die Notenbank des Landes mit der vergleichsweise schwachen Währung soll dagegen den Zuwachs ihrer Geldmenge unter das längerfristig angemessene Niveau zurückführen. Die expansiven und restriktiven Massnahmen sollen sich in ihrer Wirkung auf die Weltgeldmenge dabei gerade ausgleichen.

WILLIAMSON dagegen stellt die Zinspolitik in den Mittelpunkt der wechselkurspolitischen Kooperation. Bei Abweichungen der Wechselkurse von ihrer Zielzone sollen die Notenbanken für einen Anstieg der Zinsen in dem Land mit der vergleichsweise schwachen Währung und/oder für eine Zinssenkung in dem Land mit der relativ starken Währung sorgen.

Aus der Sicht von KENEN (1987, S. 195) besteht eine bemerkenswerte Gemeinsamkeit der Vorschläge von McKINNON und WILLIAMSON darin, dass *Devisenmarktinterventionen* nur eine *untergeordnete Rolle* beigemessen wird. In der Tat liegt hier ein wesentlicher Unterschied zu den Konzepten der siebziger Jahre, bei denen Referenzkurse vorrangig als Grundlage für das *Interventionsverhalten* der Notenbanken dienen sollten (vgl. hierzu LEHMENT 1980, Kap. IV).

Gegen die von McKINNON und WILLIAMSON empfohlene Koordination der Geldpolitik zur Stabilisierung der Wechselkurse sind verschiedene Kritikpunkte vorgebracht worden (vgl. hierzu SCHARRER 1985, SCHEIDE 1986, FRENKEL und GOLDSTEIN 1986, WILLMS 1987, FRENKEL 1987). Der zentrale Einwand besteht darin, dass die geldpolitischen Massnahmen zur Wechselkursstabilisierung zulasten der internen Stabilitätsziele gehen können. So wird die Gefahr gesehen, dass eine restriktive Geldpolitik in einem Land mit relativ niedrig bewerteter Währung zu einer Rezession, eine zusätzliche expansive Geldpolitik in einem Land mit vergleichsweise hoch bewerteter Währung längerfristig zu höherer Inflation führt.

McKINNON unterstellt bei seinem Vorschlag, dass ein solcher Zielkonflikt deswegen nicht auftritt, weil Abweichungen des Wechselkurses von seiner Zielzone primär auf Änderungen von Währungspräferenzen zurückzuführen sind und wechselkursstabilisierende Geldmengenänderungen gleichzeitig stabilisierend auf die Güternachfrage wirken. McKINNON stützt diese Überlegungen mit Berechnungen, die zeigen, dass Änderungen der Weltgeldmenge die Entwicklung des nominalen Sozialprodukts und der Preise in den USA besser erklären als die Geldmengenentwicklung in den USA selbst. Diese Berechnungen sind allerdings anfechtbar (SPINELLI 1983, SCHARRER 1985). Untersuchungen von LANGFELDT und LEHMENT (1980) haben gezeigt, dass ein signifikanter Einfluss des realen Wechselkurses auf die Geldnachfrage in der Bundesrepublik Deutschland nicht feststellbar ist, ein Resultat, das der Hypothese von McKINNON widerspricht.

WILLIAMSON räumt ein, dass eine wechselkursorientierte Geldpolitik zu Abweichungen von der angestrebten Entwicklung des nominalen Sozialprodukts führen kann. Er hält den sich dabei ergebenden Zielkonflikt allerdings dadurch für lösbar, dass zusätzliche fiskalpolitische Massnahmen zur Stabilisierung der Nachfrageentwicklung ergriffen werden. Dagegen wird allerdings vorgebracht, dass der Fiskalpolitik hierzu die nötige Flexibilität fehlt (FRENKEL und GOLDSTEIN 1988, S. 47). Hinzu kommt, dass die erforderlichen fiskalpolitischen Massnahmen im Konflikt mit anderen Zielen der Fiskalpolitik stehen können.

III. Der Louvre-Accord

Auf ihrem Treffen im Louvre am 22. Februar 1987 kamen die Finanzminister und Notenbankpräsidenten der beteiligten Länder zu folgenden Ergebnissen:

- Das erreichte Wechselkursniveau von damals etwa 1,80 DM/\$ und etwa 150 Yen/\$ ist als ein annäherndes fundamentales Gleichgewichtsniveau anzusehen;
- deutliche Abweichungen von diesem Niveau könnten sich negativ auf das wirtschaftliche Wachstum auswirken;
- die beteiligten Länder sollten Abweichungen des Wechselkurses von seinem erreichten Niveau bis auf weiteres durch koordinierte Massnahmen entgegenwirken.

Will man prüfen, ob und inwieweit diese Beschlüsse als eine Umsetzung der Zielzonenvorschläge von McKINNON und WILLIAMSON angesehen werden können, so stellt sich zunächst die Frage, inwieweit die Ermittlung der Referenzkurse dem Vorschlag einer dieser beiden Autoren folgt. Legt man die von McKINNON auf der Basis von Kaufkraftparitäten errechneten Referenzkurse zugrunde und aktualisiert man die Werte um die zwischenzeitlich aufgetretenen Divergenzen beim Anstieg der Lohnstückkosten, so gelangt man für Anfang 1987 zu Refe-

renzkursen von knapp 1,90 DM/\$ und knapp 200 Yen/\$. Während das über die Kaufkraftparität ermittelte Referenzniveau für den DM/Dollar-Kurs relativ nahe bei dem Referenzniveau des Louvre-Accords liegt, weichen die Referenzniveaus für den Yen/Dollar-Kurs stark voneinander ab. Dies kann man so interpretieren, dass sich die Unterzeichner des Louvre-Accords zumindest bei der Festlegung des Referenzniveaus für den Yen/Dollar-Kurs nicht an dem von McKINNON vorgeschlagenen Verfahren orientiert haben.

Der im Louvre-Accord enthaltene Hinweis auf die Vereinbarkeit der erreichten Wechselkurse mit fundamentalen Faktoren spricht dafür, dass die beteiligten Minister und Notenbankpräsidenten sich eher an das von WILLIAMSON vorgeschlagene Verfahren angelehnt haben. Allerdings finden sich keine genaueren Angaben über die Art der herangezogenen Fundamentalfaktoren. Die beim Louvre-Accord zugrunde gelegten Wechselkurse der D-Mark und des Yen liegen unter den von WILLIAMSON für Ende 1984 errechneten Referenzkursen. Allerdings ist dies nicht notwendigerweise ein Widerspruch, da die Inflationsrate in den USA in der Zwischenzeit über der Inflationsrate in den anderen beiden Ländern lag und zudem die Leistungsbilanzdivergenzen, die in dem Konzept von WILLIAMSON eine bedeutende Rolle spielen, weiter zugenommen hatten. Eine Aussage darüber, inwieweit der Louvre-Accord von dem WILLIAMSON-Vorschlag abweicht, ist nicht zuletzt deshalb schwierig, weil die Finanzminister und Notenbankpräsidenten keine Aussage über längerfristig adäquate Leistungsbilanzpositionen gemacht haben. Die Annahmen über die Höhe der adäquaten Leistungsbilanzpositionen können einen erheblichen Einfluss auf die Höhe des ermittelten fundamentalen Gleichgewichtswechselkurses haben. Dies zeigen beispielsweise Berechnungen von KRUGMAN (1987) auf der Basis eines einfachen Mehr-Regionen-Weltmodells. KRUGMAN untersucht anhand dieses Modells zunächst, welche Wechselkurse erforderlich sind, um für einen völligen Leistungsbilanzausgleich zwischen den verschiedenen Regionen zu sorgen. Er kommt zu dem Resultat, dass der Leistungsbilanzausgleich zwischen den USA, Europa und Japan bei Wechselkursen von 1,60 DM/\$ und 98 Yen/\$ erreicht wird. Unterstellt man stattdessen, dass die USA einen dauerhaften Kapitalimport in Höhe von einem Prozent des Bruttosozialprodukts aufweisen, der durch einen gleich hohen Kapitalexport Japans finanziert wird (bei ausgeglichener Leistungsbilanz für Europa), so lauten die dazu erforderlichen Wechselkurse 1,75 DM/\$ und 125 Yen/\$.

Der Louvre-Accord beziffert keine Bandbreite für Wechselkurszielzonen. Dies wurde auch dahingehend interpretiert, dass es sich bei dem Louvre-Accord nicht um ein Zielzonenarrangement handelt⁸. Allerdings sollte man in diesem Zusammenhang berücksichtigen, dass der Breite der Zielzone in den vorliegenden Konzepten von McKINNON und WILLIAMSON eine untergeordnete Bedeutung zukommt. Denn zum einen sind die Notenbanken nicht verpflichtet, für die Einhaltung der Zielzone zu sorgen. Zum anderen ist es auch nicht ausgeschlossen,

dass koordinierte Massnahmen bereits dann ergriffen werden, wenn der Wechselkurs noch innerhalb der Zielzone liegt, und nicht erst dann, wenn der Kurs die Zielzone verlässt.

Die Zielzonenkonzepte von McKINNON und WILLIAMSON sehen vor, dass die Zielzonen veränderbar sind. Hiermit steht der Louvre-Accord insoweit im Einklang als er Korrekturen der Referenzkurse nicht ausschliesst und eine am Wechselkursniveau vom Februar 1987 orientierte währungspolitische Zusammenarbeit nur unter den damals gegebenen Verhältnissen («current circumstances») anstrebt. Kriterien für eine Änderung der Zielzonen werden jedoch nicht bestimmt. Unter diesem Aspekt entspricht der Louvre-Accord ebenfalls eher dem Zielzonenkonzept von WILLIAMSON als dem von McKINNON. Während McKINNON ein einziges recht striktes Kriterium — nämlich Unterschiede in der relativen Preisentwicklung — zugrunde legt, zieht WILLIAMSON auch andre — relativ vage — Kriterien hinzu, wie insbesondere eine Anpassung an «neue Informationen».

Im Louvre-Accord wird nichts darüber gesagt, welche Form eine wechselkursstabilisierende Zusammenarbeit annehmen soll. Die Frage, inwieweit die im Pariser Louvre beschlossene Kooperationspolitik der Notenbanken sich an die Vorschläge von McKINNON und WILLIAMSON anlehnt, ist daher nur mit Blick auf den von den Notenbanken der beteiligten Länder bislang tatsächlich verfolgten Kurs zu beurteilen. Hierauf wollen wir in den folgenden Abschnitten näher eingehen.

Zieht man zuvor eine *Zwischenbilanz*, so weicht der Louvre-Accord in mehreren zentralen Punkten von dem McKINNON-Vorschlag ab:

- das Abkommen ist nicht auf die USA, Japan und die Bundesrepublik beschränkt;
- der für Japan angesetzte Referenzkurs weicht deutlich von dem Kurs ab, der sich aufgrund des von McKINNON vorgeschlagenen — an der relativen Kaufkraftparität orientierten — Verfahrens ergibt;
- Anpassungen des Referenzkurses werden nicht von Änderungen in der relativen Preisentwicklung abhängig gemacht.

Dagegen zeigt das Louvre-Abkommen eine weitgehende Übereinstimmung in dem WILLIAMSON-Vorschlag:

- das Abkommen umfasst neben den USA, Japan und der Bundesrepublik Deutschland weitere wichtige Industrieländer;
- die Ermittlung der Referenzkurse orientiert sich primär an Leistungsbilanz-erwägungen;
- Änderungen des Referenzkurses sind möglich und richten sich nicht nach streng objektiven Kriterien.

Das Louvre-Abkommen weicht insofern von dem WILLIAMSON-Vorschlag ab, als keine Bandbreite für eine Zielzone angekündigt wird⁹. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die Spezifikation einer Bandbreite im WILLIAMSON-

Vorschlag vergleichsweise wenig bedeutsam ist, da abgestimmte Wechselkursstabilisierende Massnahmen auch innerhalb der Bandbreite möglich sind und zudem keine Verpflichtung besteht, die Bandbreite einzuhalten.

IV. Geld- und Wechselkurspolitik im Gefolge des Louvre-Accord

Der Louvre-Accord sieht — anders als der Vorschlag von McKINNON — keine Verbindung zwischen einer wechselkursorientierten Politik und einer Steuerung der Weltgeldmenge vor. Auch gibt es keinen Anhaltspunkt dafür, dass die Notenbanken im Gefolge des Louvre-Accord versucht haben, die Wechselkursentwicklung durch streng symmetrische gegenläufige Änderungen der nationalen Geldmenge (in der Abgrenzung M1) zu stabilisieren, wie es McKINNON fordert. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass keine der beteiligten Notenbanken ein Geldmengenziel in der Abgrenzung von M1 formuliert. Stattdessen werden andere und zudem unterschiedlich definierte Aggregate herangezogen: So in der Bundesrepublik bis 1987 die Zentralbankgeldmenge und ab 1988 M3; in Japan das Aggregat M2 (zuzüglich von Depositenzertifikaten) und in den USA sowohl die Geldmenge in der Abgrenzung M2 als auch in der Abgrenzung M3¹⁰.

Das Konzept von WILLIAMSON sieht vor, dass die Notenbanken bei Abweichungen des Wechselkurses von seinem Referenzniveau (zumindest aber bei Verlassen der Zielzone) abgestimmte Schritte zur Ausweitung der Zinsdifferenz in den betreffenden Ländern ergreifen. Dabei brauchen diese Massnahmen allerdings (anders als im McKINNON-Vorschlag) nicht notwendigerweise streng symmetrisch zu sein. Ergänzend zu den zinspolitischen Massnahmen können nach WILLIAMSON auch abgestimmte Devisenmarktinterventionen vorgenommen werden. Wir wollen im folgenden untersuchen, inwieweit die Entwicklung der Wechselkurse, der Geldmarktzinsen und der offiziellen Devisenbestände im Gefolge des Louvre-Abkommens ein koordiniertes Verhalten im Sinne des WILLIAMSON-Vorschlags erkennen lässt. Dabei wollen wir uns auf die Betrachtung der drei grössten am Louvre-Accord beteiligten Länder beschränken, also auf die USA, Japan und die Bundesrepublik Deutschland.

Betrachtet man die Dollarkursentwicklung in den Monaten nach der Louvre-Vereinbarung, so lassen sich bis Ende 1987 vier Phasen unterscheiden (Tabelle 1). Von Februar bis Mai tendierte der Dollar gegenüber der D-Mark leicht schwächer, gegenüber dem Yen sogar deutlich schwächer. Von Mai bis Juli/August festigte sich die amerikanische Währung. Von August bis Oktober schwächte sich der Dollarkurs gegenüber D-Mark und Yen wieder ab, befand sich allerdings im Durchschnitt des Monats Oktober gegenüber der D-Mark in etwa noch auf dem Referenzniveau des Louvre-Accords von rund 1,80 DM/\$. Von Oktober bis Dezember 1987 schwächte sich der Dollar gegenüber den beiden anderen Währungen kräftig ab. Im Durchschnitt des Monats Dezember lag der Wechselkurs

Tabelle 1: Wechselkurse, Geldmarktzinsen und Devisenreserven^a im Zeitraum von Februar bis Dezember 1987

| | Wechselkurs DM/Dollar | Wechselkurs Yen/Dollar | Geldmarkt- zins ^b USA | Geldmarkt- zins ^c BRD | Geldmarkt- zins ^d Japan | Zinsdifferenz Dollar/DM | Zinsdifferenz Dollar/Yen | Devisen- reserven USA (Mrd. US-\$) | Devisen- reserven BRD (Mrd. US-\$) | Devisenreser- ven Japan (Mrd. US-\$) |
|-----------|--------------------------|---------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|-----------------------------|--|--|--|
| Februar | 1,83 | 153 | 6,10 | 3,83 | 4,05 | 2,27 | 2,05 | 18,0 | 56,5 | 47,0 |
| März | 1,83 | 151 | 6,13 | 3,84 | 3,85 | 2,29 | 2,28 | 17,3 | 54,0 | 53,4 |
| April | 1,81 | 143 | 6,37 | 3,75 | 3,52 | 2,62 | 2,85 | 14,9 | 55,9 | 62,9 |
| Mai | 1,79 | 141 | 6,85 | 3,69 | 3,16 | 3,16 | 3,69 | 14,4 | 57,4 | 63,6 |
| Juni | 1,82 | 144 | 6,73 | 3,61 | 3,16 | 3,12 | 3,57 | 13,9 | 56,3 | 64,0 |
| Juli | 1,85 | 150 | 6,58 | 3,73 | 3,17 | 2,85 | 3,41 | 13,5 | 55,0 | 64,5 |
| August | 1,86 | 147 | 6,73 | 3,78 | 3,19 | 2,95 | 3,54 | 14,6 | 56,1 | 65,3 |
| September | 1,81 | 143 | 7,22 | 3,71 | 3,39 | 3,51 | 3,83 | 14,0 | 57,9 | 66,8 |
| Oktober | 1,80 | 144 | 7,29 | 3,74 | 3,37 | 3,55 | 3,92 | 14,6 | 61,0 | 67,5 |
| November | 1,68 | 135 | 6,69 | 3,55 | 3,39 | 3,14 | 3,30 | 14,4 | 70,4 | 72,3 |
| Dezember | 1,63 | 129 | 6,77 | 3,19 | 3,81 | 3,58 | 2,96 | 13,1 | 73,5 | 75,7 |

^a Monatsdurchschnitte; Devisenreserven: Stand am Monatsende

^b Federal Funds Rate

^c Tagesgeld

^d Unconditional Lending Rate

Quelle: Internationaler Währungsfonds, International Financial Statistics

der D-Mark um 10 Prozent, der Kurs des Yen sogar um rund 15 Prozent unter dem Niveau des Louvre-Accords.

In der Phase von Februar bis Mai, in der sich der Dollar insbesondere gegenüber dem Yen abschwächte, zeigt die Entwicklung der von den Notenbanken der jeweiligen Länder massgeblich bestimmten Geldmarktzinsen eine gegenläufige Entwicklung: Das Niveau der kurzfristigen Zinsen in den USA stieg um einen dreiviertel Prozentpunkt, in Japan sank es hingegen um knapp einen Prozentpunkt, so dass die Zinsdifferenz sich um insgesamt rund $1\frac{3}{4}$ Prozentpunkte erhöhte. Die Geldmarktzinsen in der Bundesrepublik änderten sich in dieser Phase, in der die D-Mark gegenüber dem Dollar etwas stärker, gegenüber dem Yen dagegen etwas schwächer notierte, vergleichsweise wenig (um etwa minus 0,15 Prozentpunkte). Diese Verringerung wurde in der Phase bis August, in der sich der Dollar gegenüber der D-Mark befestigte (und zwar über das Referenzniveau des Louvre-Accords hinaus), wieder weitgehend rückgängig gemacht. Gleichzeitig wurden die Dollarzinsen leicht zurückgenommen. Die Geldmarktzinsen in Japan blieben in dieser Phase, in der sich der Yen/Dollar-Kurs wieder dem Referenzniveau des Louvre-Accords näherte, weitgehend konstant. Ab August näherte sich der DM/Dollar-Kurs seinem Referenzniveau; gleichzeitig sank der Yen/Dollar-Kurs und bewegte sich dabei von seinem Referenzniveau fort. Die Zinsdifferenz zugunsten des Dollar erhöhte sich in dieser Phase um etwa einen halben Prozentpunkt. Anders als im Frühjahr resultiert die Zunahme dabei allein aus einem Zinsanstieg in den USA. Die japanischen Zinsen gingen trotz des sinkenden Dollarkurses nicht zurück, sondern stiegen sogar leicht an. Die Zinsen in der Bundesrepublik bleiben nahezu konstant.

Betrachtet man die Entwicklung der Devisenreserven bis Oktober 1987, so zeigt sich, dass die japanischen Währungsbehörden im Gefolge des Louvre-Abkommens relativ stark am Devisenmarkt intervenierten. Im Zeitraum der Dollarkursabschwächung von Februar bis Mai 1987 erhöhten sich die Währungsreserven der japanischen Notenbank um etwa 20 Mrd. US \$. Die amerikanische Notenbank intervenierte in diesem Zeitraum ebenfalls zur Stützung des Dollar, allerdings — nicht zuletzt wegen des traditionell niedrigen Fremdwährungsbestands der US-Notenbank — nur in vergleichsweise geringem Masse; so verminderten sich die Devisenreserven der USA von Februar bis Mai 1987 um lediglich 3,5 Mrd. Dollar. Die Devisenbestände der Deutschen Bundesbank erhöhten sich im gleichen Zeitraum um knapp 1 Mrd. Dollar. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Rückzahlungen von kurzfristigen Währungskrediten im EWS erfolgten und der Anstieg der Dollarbestände der Bundesbank in dieser Phase rund 11 Mrd. DM oder umgerechnet etwa 6 Mrd. \$ ausmachte¹¹. Diese Zunahme der Dollarbestände resultierte zu einem kleineren Teil aus direkten Interventionen auf dem DM/Dollar-Markt und zu einem grösseren Teil daraus, dass die Bundesbank in dieser Phase (aus Rücksicht auf den Dollarkurs) darauf verzichtete, die ihr aus dem Devisenumtausch der ausländischen Streitkräfte und Zinseinnahmen aus

Auslandsanlagen zufließenden Dollarbeträge wieder in den Markt zu schleusen (DEUTSCHE BUNDESBANK [1987b], S. 43). Von Mai bis Oktober 1987 änderten sich die Devisenbestände in allen drei Ländern insgesamt nur geringfügig.

Fasst man diese Beobachtungen zusammen, so stand die Zins- und Wechselkurspolitik der Notenbanken der USA, Japans und der Bundesrepublik bis Oktober 1987 im Einklang mit dem von WILLIAMSON empfohlenen Vorgehen: Eine Abschwächung des Dollarkurses führte zu einer Ausweitung der Zinsdifferenz zugunsten des US-Dollar, eine Befestigung des Dollarkurses ging mit einer Verminderung der Zinsdifferenz einher. Dieses zinspolitische Vorgehen wurde zumindest streckenweise durch entsprechende Interventionen auf dem Devisenmarkt unterstützt.

Eine eindeutige Aussage darüber, welches der drei betrachteten Länder den Hauptanteil an der Wechselkursstabilisierung in diesem Zeitraum hatte, lässt sich kaum machen. Stellt man auf die Zinsentwicklung ab, so war der Anstieg der Geldmarktzinsen in den USA von Februar bis Oktober 1987 in Höhe von 1,2 v. H. ausgeprägter als der gleichzeitige Rückgang der japanischen Geldmarktzinsen (−0,7 v. H.) und der deutschen Geldmarktzinsen (−0,1 v. H.). Betrachtet man dagegen die Änderung der Devisenreserven, so war die japanische Notenbank am stärksten aktiv. Misst man den Beitrag zur Wechselkursstabilisierung an der von den Notenbanken tolerierten Abweichung von dem zuvor angekündigten Geldmengenziel, so ist an erster Stelle die Bundesrepublik Deutschland zu nennen: Die Zuwachsrate der Zentralbankgeldmenge in der Bundesrepublik lag bis Oktober mit einem Jahreswert von 7,8 v. H. um 3,3 v. H. über der Mitte des angestrebten Zieltrichters. In den beiden anderen Ländern war die Abweichung weniger ausgeprägt: In Japan lag die Zuwachsrate der Geldmenge (M2 + CD) um 1,2 v. H. über ihrem Zielwert; in den USA lag die Zuwachsrate der Geldmenge M2 um 2,7 unter der Mitte des angestrebten Zieltrichters, die Zuwachsrate der Geldmenge M3 um 1,4 Prozent unter der Mitte des Zieltrichters. Hinzuweisen ist auch darauf, dass die Änderungen der Geldmarktzinsen und die tolerierten Abweichungen vom angekündigten Geldmengenziel in den hier betrachteten Ländern nicht ausschliesslich als eine Reaktion auf die Wechselkursentwicklung anzusehen sind. So wurde die Anhebung der US-Geldmarktzinsen im Zeitraum von Juli bis Oktober damit begründet, dass es gelte, einer drohenden Überhitzung der US-Konjunktur und der daraus resultierenden Inflationsgefahr zu begegnen (GREENSPAN, 1988).

Betrachtet man die Entwicklung im Zeitraum von Oktober bis Dezember 1987, so ist ein abgestimmtes zinspolitisches Vorgehen, wie es von WILLIAMSON empfohlen wurde, nicht mehr zu beobachten. Ein koordiniertes Verhalten der Zinspolitik à la WILLIAMSON hätte es erfordert, dass die Geldmarktzinsen in den USA — trotz des Börsenkrachs — weiter angehoben worden wären, oder dass die Notenbanken Japans und der Bundesrepublik in dieser Phase ihre Geldmarktzinsen noch stärker zurückgenommen hätten als die US-Notenbank. Hierzu kam es

jedoch nicht. Trotz der Abschwächung des Dollar an den Devisenmärkten senkte die US-Notenbank die Geldmarktzinsen. Die Bundesbank folgte diesem Schritt nur zögernd – mit dem Resultat, dass die Zinsdifferenz zugunsten des Dollar zunächst abnahm. In Japan kam es sogar zu einem Anstieg des Geldmarktzinses, so dass sich der Zinsvorsprung des Dollar gegenüber dem Yen deutlich verminderte. Die Zinspolitik der beteiligten Notenbanken im Spätherbst 1987 hat somit tendenziell destabilisierend auf die Wechselkursentwicklung gewirkt. Auf der anderen Seite intervenierten die deutsche und die japanische Notenbank gleichzeitig in erheblichem Masse auf den Devisenmärkten zur Stützung des Dollar. Dabei ist die Zunahme der bundesdeutschen Devisenreserven um gut 12 Mrd. \$ von Oktober bis Dezember 1987 allerdings auch dadurch bedingt, dass die D-Mark nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber mehreren EWG-Mitgliedswährungen stärker tendierte und die Bundesbank zur Stützung dieser Währungen intervenieren bzw. anderen Mitgliedstaaten Stützungskredite einräumen musste.

V. Die Krise des Louvre-Accord: Schwachstellen einer an Wechselkurszielzonen orientierten Politik

Inwieweit bestätigt die Krise des Louvre-Accord im Spätherbst 1987 die zuvor erhobenen Einwände gegen eine Wechselkurszielzonenstrategie?

Der Haupteinwand gegen eine Zielzonenstrategie ist darin zu sehen, dass ein Konflikt zwischen dem Wechselkursziel und binnenwirtschaftlichen Zielen entstehen kann – ähnlich wie in einem System fester Wechselkurse. Die Entwicklung im Oktober 1987 zeigt, dass es in der Tat zu einem solchen Zielkonflikt kam. Die US-Notenbank sah angesichts des Kurssturzes an den Aktienbörsen die Gefahr einer Rezession und war nicht willens, den abwärts tendierenden Dollarkurs durch Zinserhöhungen zu stützen. Auf der anderen Seite waren die Notenbanken Japans und der Bundesrepublik angesichts eines deutlichen Überschreitens ihrer Geldmengenziele und der damit einhergehenden Befürchtung einer mittelfristigen Inflationsbeschleunigung nicht bereit, die Geldmarktzinsen für ihre Währungen deutlicher zu senken als die US-Notenbank und den Dollarkurs auf diese Weise zu stützen.

Der WILLIAMSON-Vorschlag sieht vor, dass ein solcher möglicher Zielkonflikt durch den zusätzlichen Einsatz fiskalpolitischer Massnahmen gelöst werden kann. In dem vorliegenden Fall hätte dies bedeutet, dass die USA mit Blick auf den Wechselkurs die Zinsen erhöhen und gleichzeitig eine expansive Fiskalpolitik betreiben, um einer sonst resultierenden Rezessionstendenz entgegenzuwirken. Dieser Weg erwies sich aber nicht als gangbar, weil die USA sich – nicht zuletzt auf das Drängen der anderen am Louvre-Accord beteiligten

Staaten — vorgenommen hatten, das Defizit im US-Haushalt abzubauen. Die Alternative wäre gewesen, dass die Bundesrepublik und Japan ihrerseits die Geldmarktzinsen stärker gesenkt hätten (um den Wechselkurs zu verteidigen) und gleichzeitig restriktive fiskalpolitische Massnahmen ergriffen hätten, um einer konjunkturellen Übersteigerung entgegenzuwirken. Auch dieser Weg war versperrt, hatten sich die Regierungen dieser Staaten doch — nicht zuletzt auf Drängen der USA hin — dazu verpflichtet, durch eine expansivere Fiskalpolitik auf einen Abbau ihrer Leistungsbilanzüberschüsse hinzuwirken. Von daher zeigt die Entwicklung Ende 1987 einen gravierenden Schwachpunkt des Konzepts von WILLIAMSON auf.

Ein zweiter Schwachpunkt des WILLIAMSON-Vorschlags ist darin zu sehen, dass die Notenbanken der beteiligten Länder im Rahmen dieses Konzepts *gemeinsam* für Wechselkursstabilität sorgen sollen, ohne dass eine klare Aussage über die Zuständigkeit der *einzelnen* Notenbanken gemacht wird¹². Eine solche Vorgehensweise birgt — wie die transatlantische Kontroverse vom Oktober 1987 deutlich zeigt — insoweit erheblichen Zündstoff, als die beteiligten Parteien bei einem drohenden Konflikt mit dem internen Stabilitätsziel tendenziell dazu neigen, die Institutionen des jeweils anderen Landes für das Erreichen des Wechselkursziels verantwortlich zu machen. Hier mag man möglicherweise vorbringen, dass das Fehlen einer klaren Regelung der Zuständigkeiten nicht notwendigerweise zu einem Zusammenbruch von Wechselkursvereinbarungen führen muss. So zeigen beispielsweise die Erfahrungen mit dem EWS, dass sich nach einiger Zeit des «muddling-through» in der Praxis bestimmte Zuständigkeiten herausbilden können, die dann als «historisch gewachsen» angesehen und als Grundlage für das weitere Vorgehen genommen werden (EGGERSTEDT und SINN, 1987). Bis dies allerdings soweit ist — wenn es überhaupt dazu kommt — besteht tendenziell eine erhebliche Unsicherheit (auch im Hinblick auf die künftige Wechselkursentwicklung), die den privaten Sektor per Saldo schlechter stellt als eine Wechselkurskooperation mit klar verteilten Zuständigkeiten oder — wenn dies nicht erwünscht oder möglich ist — ein völliger Verzicht auf Wechselkursabsprachen.

Ein drittes inhärentes Problem des WILLIAMSON-Vorschlags besteht darin, dass keine klare Regelung für Änderungen der Zielzone getroffen wird. Insbesondere die bei WILLIAMSON mögliche Anpassung an «neue Informationen» ist kaum operational und kann zu einem Konflikt zwischen den beteiligten Parteien führen. Auch dieses Problem ist im Spätherbst 1987 virulent geworden. Beim Louvre-Accord im Februar 1987 hatten die beteiligten Länder gemeinsam den Standpunkt vertreten, dass sich die bestehenden Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse bei dem damals erreichten Wechselkursniveau allmählich zurückbilden würden. Allerdings zeigte sich in den folgenden Monaten, dass die Leistungsbilanzdivergenzen weiter zunahmen. Insbesondere die im September/Oktober veröffentlichten Zahlen für das Handelsbilanzdefizit der USA im

Juli/August 1987, die neue monatliche Höchstwerte auswies, stellten die Grundlage des Louvre-Accord in Frage.

In dieser Situation gab es für die am Louvre-Accord beteiligten Länder grundsätzlich drei Möglichkeiten:

- den Louvre-Accord bestätigen (und die Zunahme der Leistungsbilanzdivergenzen als vorübergehende Erscheinung behandeln);
- den Louvre-Accord modifizieren (und die Referenzkurse des Dollar gegenüber den anderen Währungen mit dem Hinweis auf die unerwartete Leistungsbilanzentwicklung herabsetzen) oder
- den Louvre-Accord aufkündigen.

Die Reaktion der beteiligten Länder auf die Handelsbilanzdaten war nicht eindeutig. Sie schwankte vielmehr zwischen Aufkündigung und Bestätigung des Louvre-Accords. Das «talking-down» des Dollar durch Mitglieder der US-Administration und die Zinspolitik der beteiligten Notenbanken im Zeitraum Oktober/November 1987 ist als eine «de-facto»-Aufkündigung des Louvre-Accord anzusehen. Die erheblichen Interventionen der Bundesbank und der japanischen Notenbank zugunsten des Dollar liefen dagegen auf ein Festhalten am Louvre-Accord hinaus, ebenso wie die gemeinsame Erklärung der Finanzminister und Notenbankpräsidenten vom Dezember 1987, in dem die Louvre-Erklärung bestätigt wurde. Bemerkenswert ist dabei, dass diese Erklärung angesichts der Unglaubwürdigkeit der vorangegangenen Wechselkurskooperation keine stützende Wirkung auf den Dollarkurs hatte; erst die Veröffentlichung günstigerer US-Handelsbilanzdaten im Januar und Februar 1988, die ein deutlich vermindertes monatliches Defizit auswies, bewirkten eine erkennbare Stabilisierung des Dollarkurses.

Neben den drei hier genannten gemeinsamen Schwachstellen des WILLIAMSON-Vorschlags und des Louvre-Accords, wurde die wechselkurspolitische Kontroverse im Spätherbst 1987 auch dadurch verschärft, dass die beteiligten Notenbanken in den ersten Monaten nach der Louvre-Vereinbarung relativ kräftige Massnahmen zur Stützung des Dollar-Kurses ergriffen hatten, obwohl die Abwertung des Dollar gegenüber der D-Mark minimal war und gegenüber dem Yen deutlich unter der von WILLIAMSON empfohlenen Marge von 10 Prozent lag. Das Konzept von WILLIAMSON schliesst zwar nicht aus, dass wechselkursstützende Massnahmen schon dann ergriffen werden, wenn der Wechselkurs noch innerhalb der vereinbarten Zielzone liegt. Je stärker die Massnahmen zur Dämpfung relativ geringer Wechselkursänderungen ausfallen, desto grösser ist jedoch die Gefahr, dass die Notenbanken dabei «ihr Pulver verschiessen» und bei einer nachfolgenden kräftigen Wechselkursänderung keinen Spielraum für weitergehende Massnahmen mehr sehen. Als Beispiel hierfür kann man das Verhalten der Deutschen Bundesbank ansehen, die in dem Zeitraum bis Mai 1987 einen kräftigen Anstieg ihrer Dollarbestände und ein deutliches Überschreiten ihres Geldmengenziels aus wechselkurspolitischen

Erwägungen tolerierte, obwohl der Dollarkurs sich in dieser Phase gegenüber der D-Mark nur wenig abschwächte. Dies erweckte den Eindruck, dass die Bundesbank in der Lage und willens sei, einen (zumindest nach unten hin) nahezu festen Wechselkurs gegenüber dem Dollar zu gewährleisten. Es kam zu einer Art «Festkursillusion» (GLESKE 1987, S. 4)¹³. Hier zeigt es sich, dass der Verzicht auf eine explizite Ankündigung von Wechselkursbandbreiten letztlich eher nachteilig gewesen sein dürfte. Hätten sich die Finanzminister und Notenbankpräsidenten darauf verständigt, den Wechselkurs ihrer Währungen vorerst in einem Korridor von ± 10 Prozent um das laufende Niveau herum zu stabilisieren (also den DM/Dollar-Kurs innerhalb einer Bandbreite von etwa 2,00 DM/Dollar und 1,60 DM/Dollar zu halten), so wäre eine solche Festkursillusion kaum aufgekommen. Insbesondere hätte US-Finanzminister BAKER den leichten Anstieg der bundesdeutschen Geldmarktzinsen Anfang Oktober 1987 (bei einem Wechselkurs von ca. 1,80 DM/Dollar) nicht als «gegen den Geist der vorangegangenen Vereinbarungen gerichtet» bezeichnen können (FAZ, 1987).

VI. Zusammenfassung

Die zentralen Aussagen des vorliegenden Beitrags lassen sich in den folgenden Thesen zusammenfassen.

1. Der Louvre-Accord weicht in wichtigen Punkten von dem Zielzonenvorschlag McKINNON'S ab, zeigt aber starke Anlehnungen an das Zielzonenkonzept von WILLIAMSON; ein Unterschied zum WILLIAMSON-Vorschlag besteht allerdings darin, dass keine expliziten Bandbreiten für die Zielzonen angegeben werden.

2. Die Notenbanken der drei grössten am Louvre-Accord beteiligten Länder (USA, Japan, Bundesrepublik Deutschland) haben bis Oktober 1987 eine Zins- und Interventionspolitik betrieben, die mit dem Vorschlag von WILLIAMSON vereinbar ist. Im Zeitraum Oktober/Dezember 1987 wirkte die Zinspolitik der beteiligten Notenbanken dagegen destabilisierend auf die Wechselkurse.

3. Die Krise des Louvre-Accord im Spätherbst 1987 offenbart gleichzeitig verschiedene Schwachstellen des Zielzonenvorschlags von WILLIAMSON:

- Das Konzept von WILLIAMSON kann den bereits aus der Diskussion von Festkurssystemen bekannten Konflikt zwischen Wechselkursziel und internen Stabilitätszielen nicht ausräumen. Insbesondere zeigt sich, dass der Vorschlag von WILLIAMSON, im Konfliktfall das interne Ziel durch fiskalpolitische Mittel zu erreichen, häufig nicht gangbar ist, weil die Fiskalpolitik bereits durch andere Zielsetzungen – wie dem mittelfristigen Abbau von Budgetdefiziten – gebunden ist.
- Ein wirtschaftspolitisches Assignment, bei dem eine gemeinsame Verantwortung für die Wechselkursstabilität etabliert wird, ohne dass die Zustän-

- digkeiten der einzelnen Institutionen geklärt werden, führt im Konfliktfall leicht zu erheblichen wirtschaftspolitischen Spannungen und einer erhöhten Wechselkursunsicherheit bei den privaten Marktteilnehmern.
- Anpassungen von Wechselkurszielzonen aufgrund «neuer Informationen», wie sie bei WILLIAMSON vorgesehen sind, erweisen sich in der Praxis als nicht operational und können ebenfalls zu erheblichen wirtschaftspolitischen Spannungen führen.

4. Die Tatsache, dass beim Louvre-Accord — im Gegensatz zu dem von WILLIAMSON empfohlenen Vorgehen — keine Bandbreiten für die Wechselkurse angekündigt wurden, hat die wirtschaftspolitischen Spannungen im Spätherbst 1987 tendenziell verschärft. Die Vorgabe einer Bandbreite von ± 10 Prozent hätte das Aufkommen einer «Festkursillusion» kaum zugelassen und die Einstufung einer leichten Erhöhung der DM-Geldmarktzinsen Anfang Oktober bei einem Kurs von 1,80 DM/Dollar als «Accord-widrig» die Grundlage entzogen.

5. Die Erfahrungen mit dem Louvre-Accord zeigen, dass eine internationale Währungs Kooperation auf Dauer nicht möglich ist ohne eine klare, operationale Formulierung der Ziele und ohne eine eindeutige Aussage über die Zuständigkeiten der einzelnen nationalen Institutionen. Wechselkursarrangements auf der Grundlage vager Absichtserklärungen bergen ein erhebliches Konfliktpotential, das — wenn es sich entlädt — das Ziel einer stabilen Wechselkursentwicklung stärker beeinträchtigt als ein bereitwilliger Verzicht auf Wechselkursabsprachen.

Fussnoten

- ¹ Zu einer Diskussion dieser Vorschläge siehe LEHMENT (1980, Kap. IV).
- ² «In current circumstances, therefore, they agreed to cooperate closely to foster stability of exchange rates around current levels.» (DEUTSCHE BUNDESBANK, 1987a).
- ³ Vgl. LEHMENT (1980); FRENKEL und GOLDSTEIN (1986).
- ⁴ Betrachten wir zur Illustration den Fall, in dem der Anteil des US-Dollar bei der Berechnung des effektiven Wechselkurses der Währung A grösser ist als bei der Berechnung des effektiven Wechselkurses der Währung B. Wertet sich der Dollar gegenüber beiden Währungen mit der gleichen Rate ab, so ist es möglich, dass der effektive Wechselkurs der Währung A dadurch aus der Zielzone ausbricht, während der effektive Wechselkurs der Währung B innerhalb der Zielzone verbleibt. Ergreift die Notenbank des erstgenannten Landes expansive Massnahmen, um den effektiven Wechselkurs der Währung A wieder in die Zielzone zurückzubringen, so wirkt dies tendenziell destabilisierend auf den bilateralen Wechselkurs zwischen den Währungen A und B.
- ⁵ WILLIAMSON (1985) verweist darauf, dass eine Aufhebung der Selbstbeschränkung bei japanischen Exporten in die USA zu einer Änderung des fundamentalen Gleichgewichtskurses zwischen Yen und Dollar führen würde. Er schätzt, dass der Gleichgewichtskurs Ende 1984 in einem solchen Fall mit 182 Yen/Dollar anzusetzen ist.
- ⁶ McKINNON empfiehlt, in einer zweiten Stufe von einem Zielzonensystem zu einem System fester Wechselkurse überzugehen.
- ⁷ Dabei schlägt McKINNON folgende Gewichtung vor: 0,45 für den Dollar, 0,35 für die D-Mark (die hier eine Stellvertreterfunktion für andere europäische Währungen übernimmt) und 0,20 für den Yen.
- ⁸ Vgl. hierzu beispielsweise HELLMANN (1987).
- ⁹ Abweichungen des Louvre-Accords vom WILLIAMSON-Vorschlag bestehen nach der Vermutung von WILLIAMSON und MILLER (1987, S. 3) darüberhinaus darin, dass
 - vertrauliche Bandbreiten vereinbart wurden, die geringer sind als die von WILLIAMSON vorgeschlagenen ± 10 Prozent und die für nominale bilaterale Wechselkurse und nicht für reale effektive Wechselkurse formuliert sind;
 - vertraulich festgelegt wurde, dass die beteiligten Staaten bei Erreichen des Randes der Zielzonen Konsultationen aufnehmen müssen, jedoch nicht verpflichtet sind, bestimmte zuvor festgelegte Massnahmen zu ergreifen.Diese Vermutungen sind allerdings bislang offiziell nicht bestätigt worden. Zudem besteht auch beim WILLIAMSON-Vorschlag nicht die Verpflichtung, die bei Erreichen des Zielzonenrandes zu ergreifenden Massnahmen bereits zuvor genau (in operationaler Form) zu spezifizieren.
- ¹⁰ In den USA wurde bis Februar 1987 zusätzlich ein Geldmengenziel in der Abgrenzung M1 genannt.
- ¹¹ Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (1987b), Statistischer Teil, Tab. XI, 6.
- ¹² Die Empfehlung, dass die Notenbanken bei unerwünscht starken Wechselkursänderungen die relative Zinsdifferenz anpassen sollten, lässt offen, welchen Beitrag die einzelne Notenbank dabei zu leisten hat.

- ¹³ SCHLESINGER (1986, S. 4) hat frühzeitig auf dieses Problem hingewiesen: «Die Bandbreite der Zielzonen wäre dabei ziemlich unwichtig, denn es zeigt sich, dass man solche Bandbreiten kaum nutzen kann; eine Währung, die sich auf den unteren oder oberen Rand des Bandes hin bewegt, ist sofort ab- bzw. aufwertungsverdächtig mit der Folge, dass versucht wird, diese Bewegung zu verhindern und den Wechselkurs etwa in der Mitte des Bandes zu halten.»

Literaturverzeichnis

- DEUTSCHE BUNDESBANK: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 15, 23. Februar 1987.
Monatsbericht Juli 1987.
- EGGERSTEDT, H. und SINN, S.: «The EMS 1979–86: The Economics of Muddling Through», *Geld und Währung*, Vol. 3 (1987), S. 5–23.
- ETHIER, W. J. und BLOOMFIELD, A. I.: «Managing the Managed Float». *Essays in International Finance*, No. 112, Princeton 1975.
- FAZ (Frankfurter Allgemeine Zeitung): «Baker will höheren deutschen Zins nicht hinnehmen». 19. Oktober 1987.
- FRENKEL, J. A.: «The International Monetary System: Should it be Reformed?», *American Economic Review*, Vol. 77 (1987), S. 205–210.
und GOLDSTEIN, M.: «A Guide to Target Zones», *IMF Staff Papers* (1987), No. 1.
- GLESKE, L.: «Central Banks and the Stabilisation of Exchange Rates», in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 85, 27. November 1987.
- GREENSPAN, A.: «The Conduct of Monetary Policy and the Economic and Financial Situation», in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 16, 2. März 1988.
- HELLMANN, R.: «Späte Entschlossenheit zur Verteidigung eines angemessenen Wechselkursgefüges», in: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 16, 26. Februar 1987.
- INTERNATIONALER WÄHRUNGSFONDS, *International Financial Statistics*, versch. Ausgaben.
- KENEN, P. B.: «Exchange-Rate Management: What Role for Intervention?», *American Economic Review*, Vol. 77 (1987), S. 194–199.
- KRUGMAN, P.: *Exchange Rates and International Adjustment*. Paper prepared for the Conference on US-Japan Economic Issues, Tokyo, Nov. 5–6, 1987.
- LANGFELDT, E. und LEHMENT, H.: «Welche Bedeutung haben «Sonderfaktoren» für die Erklärung der Geldnachfrage in der Bundesrepublik Deutschland?», *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 116 (1980), S. 669–684.
- LEHMENT, H.: *Devisenmarktinterventionen bei flexiblen Wechselkursen. Die Politik des Managed Floating*. Kieler Studien 162, Tübingen: Verlag Mohr, 1980.
- MCKINNON, R.: *An International Standard for Monetary Stabilization*. Institute for International Economics, Washington, D.C., March 1984.
- OPTICA REPORT 1976: *Inflation and Exchange Rates. Evidence and Policy Guidelines for the European Community*. EG-Commission, D.G. II, Study Group on Optimum Currency Areas, Brussels, 1977.
- SCHARRER, H.-E.: «Internationalisierung der Geldpolitik», in: WOLFGANG FILC und CLAUDIUS KÖHLER (Hrsg.), *Stabilisierung des Währungssystems*. Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung, Band 23, Berlin: Verlag Duncker und Humblot, 1985, S. 235–254.
- SCHEIDE J.: «Mehr Stabilität durch Wechselkurszielzonen?», *Die Weltwirtschaft* (1986), Heft 1, S. 26–37.
- SCHLESINGER, H.: «Aktuelle Fragen der Wirtschafts- und Währungspolitik», in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 11, 7. Februar 1986.

SPINELLI, F.: «Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and the Case for International Monetary Cooperation», *IMF Staff Papers* (1983), S. 755–783.

WILLIAMSON, J.: «The Future Exchange Rate Regime», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 28 (1975), S. 127–144.

: *The Exchange Rate System*. Second Edition. Institute for International Economics, Washington, D.C., June 1985.

: «Target Zones and the Management of the Dollar», *Brookings Papers on Economic Activity* (1986), No. 1, S. 165–174.

: «Exchange-Rate Management: The Role of Target Zones», *American Economic Review* Vol. 77 (1987), No. 2, S. 200–204.

, MILLER, M. H.: *Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy*. Institute for International Economics, Washington, D.C., September 1987.

WILLMS, M.: «Stabile Wechselkurse durch Währungs Kooperation?», *Wirtschaftsdienst* (1987), Heft 3, S. 158–164.