

Lehment, Harmen

**Working Paper — Digitized Version**

## Konzepte für ein kontrolliertes Floating: ein kritischer Überblick

Kiel Working Paper, No. 71

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Lehment, Harmen (1978) : Konzepte für ein kontrolliertes Floating: ein kritischer Überblick, Kiel Working Paper, No. 71, Kiel Institute of World Economics (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/28819>

**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.*

# Kieler Arbeitspapiere Kiel Working Papers

Arbeitspapier Nr. 71

Konzepte für ein kontrolliertes Floating

- ein kritischer Überblick

von

Harmen Lehment

Mai 1978

A 2043 78  
Weltwirtschaft  
Kiel

Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Institut für Weltwirtschaft Kiel  
2300 Kiel, Düsternbrooker Weg 120

Arbeitspapier Nr. 71  
Konzepte für ein kontrolliertes Floating  
- ein kritischer Überblick

von  
Harmen | Lehment

Mai 1978

Mit den Kieler Arbeitspapieren werden Manuskripte, die aus der Arbeit des Instituts für Weltwirtschaft hervorgegangen sind, von den Verfassern möglichen Interessenten in einer vorläufigen Fassung zugänglich gemacht. Für Inhalt und Verteilung ist der Autor verantwortlich. Es wird gebeten, sich mit Anregungen und Kritik direkt an ihn zu wenden und etwaige Zitate aus seiner Arbeit vorher mit ihm abzustimmen.

A 2043 78  
Weltwirtschaft  
Kiel

Konzepte für ein kontrolliertes Floating - ein kritischer Überblick

I. Einleitung

Schon bald nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods Systems zeigte sich, daß eine Reihe von Ländern, die sich für ein Floating ihrer Währung entschieden hatten, trotzdem auch weiterhin die Entwicklung ihrer Wechselkurse kontrollieren wollten. Die Folge waren zeitweise massive Interventionen auf den Devisenmärkten, die in einigen Fällen sogar stärker waren als unter dem Bretton Woods System<sup>1</sup>. Diese Entwicklung führte dazu, daß insbesondere vom Internationalen Währungsfonds (IWF) international verbindliche Regeln für die Wechselkurspolitik einzelner Staaten angestrebt werden. Derartige Regeln werden von ihren Befürwortern vor allem aus zwei Gründen für notwendig angesehen<sup>2</sup>: Zum einen glaubt man, daß Zentralbanken nicht gänzlich auf alle Interventionen verzichten sollten, weil private Marktteilnehmer allein nicht in der Lage seien, für eine ausreichende Stabilität der Wechselkursentwicklung zu sorgen<sup>3</sup>. Zum anderen befürchtet man, daß Zentralbankinterventionen selbst destabilisierend wirken können, zum Beispiel dann, wenn die Wechselkurspolitik eines Staates im Widerspruch zu den Zielen eines anderen Staates steht und es zu entgegengerichteten Interventionen ("interventions at cross purposes") kommt; eine wichtige Rolle spielt in diesem Zusammenhang besonders die Furcht vor einem internationalen Abwertungswettlauf<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Vgl. Suss (1976), Frenkel (1978).

<sup>2</sup> Vgl. Mikesell and Goldstein (1975, S. 2), Giersch (1977, S. 53).

<sup>3</sup> Charakteristisch für diese Auffassung ist das folgende Zitat:  
"Sound economic policy calls for a greater brake on movements in exchange rates than private speculators can always be expected to provide."  
Cooper (1976, S. 96).

<sup>4</sup> Vgl. Artikel IV der inzwischen verabschiedeten zweiten Abänderung der Vereinbarungen über den Internationalen Währungsfonds, abgedruckt in IWF (1976).

Im folgenden sollen zunächst Kriterien entwickelt werden, die es erlauben, Vorschläge für wechselkurspolitische Richtlinien systematisch einzuordnen. Im Anschluß daran werden die bislang vorliegenden Vorschläge dargestellt und diskutiert.

## II. Eine Systematik der Vorschläge für ein kontrolliertes Floating

### Operationale und nichtoperationale Regeln

Regeln für ein kontrolliertes Floating sind nur dann effizient, wenn das Einhalten dieser Regeln überprüft und eventuelle Verstöße nachgewiesen werden können. Dies ist aber nur möglich, wenn die Regeln operational formuliert sind. Als Beispiel für eine operationale Regel kann der Vorschlag angesehen werden, Zentralbanken den Verkauf einer abwertenden Währung zu untersagen. Nichtoperational ist dagegen eine Regel, die vorsieht, daß eine Zentralbank intervenieren soll, um kurzfristige Wechselkursschwankungen zu glätten. Denn wie soll die Zentralbank im Falle einer Aufwertung oder Abwertung beurteilen, ob diese Änderung nur kurzfristiger Natur ist oder ob es sich um eine fundamentale Korrektur des Kursniveaus handelt? Um diese Regel operational zu machen, wäre es erforderlich, zusätzliche Kriterien anzugeben, aus denen ersichtlich ist, wie die Zentralbank sich verhalten muß, um die Wechselkursentwicklung kurzfristig zu stabilisieren.

### Gebots- und Verbotsregeln

Gebots- oder "Do"-Strategien legen fest, unter welchen Umständen Zentralbanken bestimmte Maßnahmen treffen müssen. Verbots- oder "Do-not"-Strategien spezifizieren die Umstände, unter denen Zentralbanken bestimmte Aktionen nicht ergreifen dürfen. Das deutlichste Beispiel für eine Gebotsstrategie findet sich in einem System fester Wechselkurse, in dem Zentralbanken außerhalb des Leitwährungslandes verpflichtet sind zu intervenieren, wenn ihre Währung unter Aufwertungs- oder Abwertungsdruck gerät. Auch unter den Vorschlägen für ein kontrolliertes Floating finden sich derartige mandatorische Anweisungen. So gibt es beispielsweise die Empfehlung, Zentralbanken sollten intervenieren, um ein bestimmtes reales Wechselkursniveau zu

verteidigen. Zu den Verbotsstrategien ist dagegen beispielsweise der bereits genannte Vorschlag zu rechnen, aufwertenden Ländern einen Verkauf von Währungsreserven zu untersagen, der die Aufwertungstendenzen noch verstärken würde.

Verbotsregeln sind weniger weitgehend als Gebotsregeln. Sie entsprechen auch eher dem Hauptmotiv für die Kontrolle von Zentralbankinterventionen, nämlich destabilisierende Wechselkurspolitische Maßnahmen zu verhindern. Werden dagegen Gebotsregeln aufgestellt, so sucht man dadurch nicht nur unerwünschte Interventionen zu verhindern, sondern darüber hinaus stabilisierende Interventionen festzulegen. Gebotsregeln erfordern also bessere Informationen als Verbotsregeln: man muß nicht nur wissen, welche Zentralbankmaßnahmen destabilisierend wirken, sondern auch, welche Maßnahmen stabilisierend wirken.

#### "Leaning against the wind" und Referenzkurs-Regeln

"Leaning against the wind" (LAW)-Regeln orientieren sich allein an der Entwicklung der Wechselkurse auf dem Devisenmarkt<sup>1</sup>. Verfolgt eine Zentralbank eine LAW-Politik, so kauft sie ausländische Währung, wenn der Kurs dieser Währung sinkt, und verkauft sie, wenn der Kurs steigt. Der hinter einer solchen Politik stehende Gedanke ist, daß private Marktteilnehmer zu übertriebenen Reaktionen neigen und Wechselkursänderungen in beide Richtungen daher zu stark ausfallen<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Cooper (1977) bezeichnet diese Strategie als "smoothing and braking", die Referenzkursstrategie hingegen als "tracking".

<sup>2</sup> So beschreibt Plumptre (1970, S. 5) das Verhalten der kanadischen Zentralbank in der Zeit flexibler kanadischer Wechselkurse von 1950-1962 wie folgt: "The authorities stood ready, at any time, to 'make a market' on either side of the existing rate. They formed no opinion about where the market ought to go, or even as to where it was in fact going to go. The only opinion they held and on which they acted was that the market ought not to move sharply in either direction at any time."

Während LAW-Regeln allein darauf abzielen, die Wechselkursentwicklung zu glätten, sind Referenzkurs-Regeln darüber hinaus darauf gerichtet, ein bestimmtes Wechselkursniveau (oder eine bestimmte Änderung der Kurse) zu erreichen. Entsprechend sehen diese Regeln Interventionen vor, die die tatsächlichen Kurse an die Referenzkurse angleichen, oder untersagen zumindest solche Interventionen, die die tatsächlichen Kurse von den Referenzkursen noch weiter entfernen würden.

Im folgenden sollen zunächst die Vorschläge für LAW-Regeln und danach Vorschläge für eine Referenzkurs-Strategie untersucht werden. Anschließend soll auf die Richtlinien des Internationalen Währungsfonds für die Wechselkurspolitik eingegangen werden, in denen versucht wird, LAW- und Referenzkursregeln zu verbinden.

### III. "Leaning against the wind" - Konzepte

Die Politik des "leaning against the wind" (LAW) auf dem Devisenmarkt wurde zum erstenmal im Zusammenhang mit dem Floating des kanadischen Dollars während der Periode 1950-1962 diskutiert. In dieser Zeit intervenierte der kanadische Exchange Fund Account wiederholt auf dem Devisenmarkt, um Kursausschläge des kanadischen Dollars nach beiden Seiten hin zu dämpfen<sup>1</sup>.

Eastman und Stykolt (1956) vertraten zwei Thesen, die in der Folgezeit zu einer intensiven Diskussion führten:

1. Eine LAW-Politik erhöht nicht die Stabilität des Wechselkurses.
2. Maßstab für den Stabilisierungserfolg von Devisenmarktinterventionen sind die dabei erzielten Gewinne<sup>2</sup>.

Die erste These läßt sich anhand von Schaubild 1 (S. 5) darstellen<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Vgl. Wonnacott (1965), Ch. 8, Plumtre (1970).

<sup>2</sup> Diese Überlegung findet sich schon bei Friedman (1953, S. 188).

<sup>3</sup> Vgl. Eastman und Stykolt (1956, S. 222).

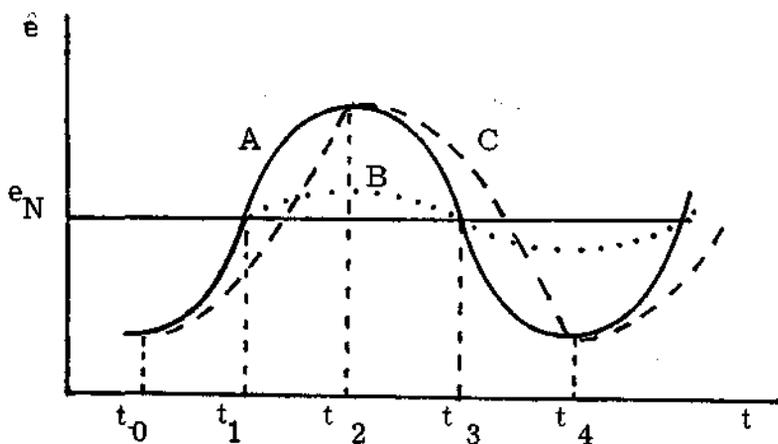


Schaubild 1

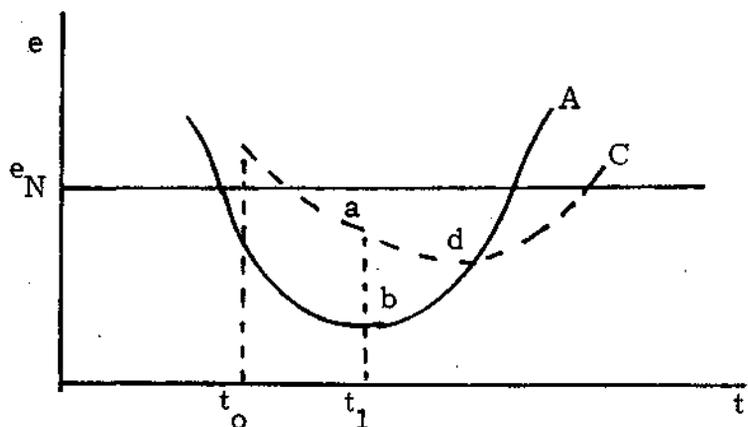


Schaubild 2

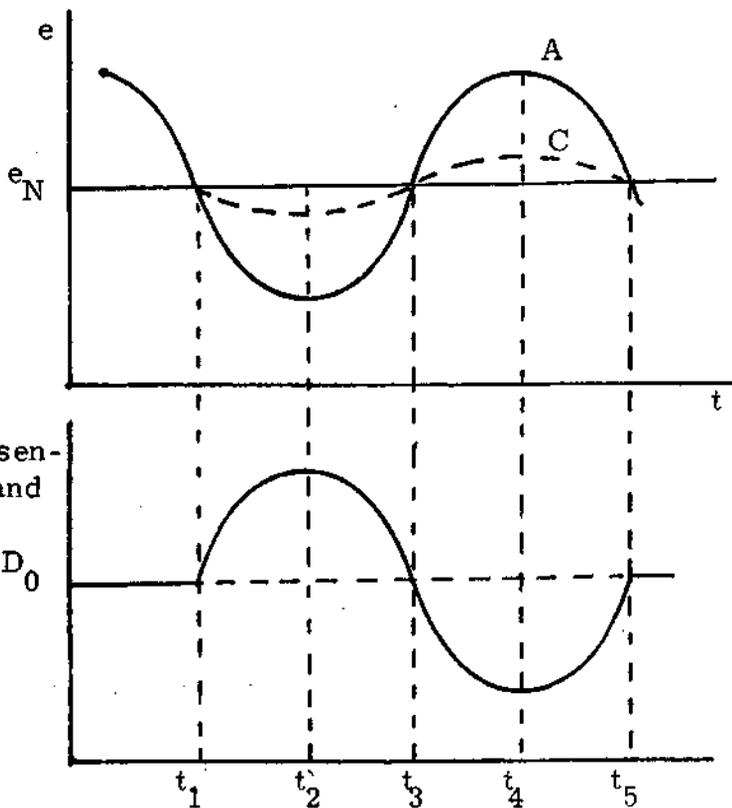


Schaubild 3

In Schaubild 1 ist die Zeit  $t$  auf der Abzisse abgetragen.  $e$  bezeichnet den Wechselkurs, gemessen als Preis der Inlandswährung in Einheiten der Auslandswährung. Ein Anstieg der Kurve repräsentiert also eine Aufwertung der Auslandswährung.

Die durchgezogene Linie A stellt eine hypothetische Entwicklung des Wechselkurses ohne Interventionen dar, bei der der tatsächliche Kurs um einen "Normalkurs"  $e_N$  oszilliert. Verfolgt die Zentralbank eine Strategie, bei der sie zu einem Wechselkurs, der unter dem normalen Kurs liegt, Auslandswährung kauft und zu einem Kurs oberhalb dieses "Normalkurses" wieder verkauft, so ergibt sich bei Eastman and Stykolt die gepunktete Kurve B<sup>1</sup>. Die Kursschwankungen fallen also geringer aus als ohne Interventionen. Verfolgt die Zentralbank eine LAW-Strategie, bei der sie bei sinkenden Kursen Auslandswährung kauft und bei steigenden Kursen verkauft, so resultiert in der ursprünglichen Darstellung von Eastman and Stykolt ein Kurvenverlauf, der der gestrichelten Linie C entspricht.

Bei dieser Politik verkauft die Zentralbank zwischen  $t_0$  und  $t_2$  Devisen, so daß der Kurs unter dem interventionsfreien Niveau liegt. Steigt der Wechselkurs (zwischen  $t_2$  und  $t_4$ ), so kauft die Zentralbank Auslandswährung; C verläuft dann oberhalb von A. Eine LAW-Politik verringert in diesem Fall also nicht die Amplitude der Schwingungen, sondern verschiebt lediglich den Kurvenverlauf. Hieraus folgerten Eastman and Stykolt, daß eine LAW-Politik nicht zur Stabilisierung der Wechselkursentwicklung beiträgt und daß Wechselkurschwankungen nur durch eine Referenzkursstrategie (dargestellt durch die B-Linie) geglättet werden können. Dazu ist es allerdings erforderlich, daß die Zentralbank den "Normalkurs" kennt.

Wonnacott (1958) widersprach der These von Eastman and Stykolt und argumentierte, daß eine LAW-Regel, bei der das Ausmaß der Interventionen von der Stärke der Wechselkursänderung abhängt, Kursschwankungen verringert. Wonnacotts Überlegungen können anhand von Schaubild 2 (S. 5) dargestellt werden.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> B repräsentiert eine Referenzkurs-Strategie.

<sup>2</sup> Vgl. Wonnacott (1958, S. 264), (1965, S. 164).

Wonnacott mißt die Stärke der Intervention als Differenz zwischen der interventionsfreien Kursentwicklung A und der tatsächlichen Kursentwicklung C. Beginnend im Zeitpunkt  $t_0$  sinkt der tatsächliche Kurs aufgrund der Interventionen weniger stark als A und ist auch noch oberhalb von A, wenn diese Kurve in b ihr Minimum erreicht. Würde die Zentralbank in diesem Zeitpunkt ihre Interventionen einstellen - so Wonnacott - dann fiel der Kurs von a auf b. Dieses Absinken wird jedoch von der Zentralbank nicht zugelassen, da sie aufgrund der Interventionsregel zur Kursglättung verpflichtet ist. Daher kauft die Zentralbank auch weiterhin ausländische Währung, bis der Punkt d erreicht ist, in dem die C-Kurve ihr Minimum hat. Danach verkauft die Zentralbank Devisen, so daß die C-Kurve unter der A-Kurve liegt. Die Argumentation für den Teil der Kurve, der oberhalb des "Normalkurses" liegt, ist analog. Da das Minimum der C-Kurve über dem der A-Kurve liegt, sind die Schwankungen der C-Kurve geringer als die der A-Kurve. Diese Argumentation wurde von Eastman and Stykolt in einer späteren Veröffentlichung (1958) anerkannt.

Es läßt sich jedoch zeigen, daß weder der ursprüngliche Ansatz von Eastman and Stykolt noch die Überlegungen von Wonnacott die Funktionsweise einer LAW-Politik korrekt darstellen. Der Grund dafür liegt hauptsächlich in einer Verwechslung von Bestands- und Stromgrößen.

Der Wechselkurs ist als der relative Preis zweier Währungen der relative Preis zweier Bestandsgrößen. Will die Zentralbank beispielsweise eine Aufwertung der heimischen Währung verhindern, so muß sie entweder das heimische Geldangebot ausweiten oder ausländische Währung stilllegen. Eine entsprechende Intervention auf dem Devisenmarkt ist eine Kombination dieser beiden Maßnahmen. Der tatsächliche Kurs weicht in diesem Fall also solange von dem interventionsfreien Kurs ab, bis die Zentralbank die anfängliche Intervention durch einen Verkauf von ausländischer Währung wieder rückgängig macht. Der Abstand zwischen den Kurven A und C in Schaubild 2 wird also nicht durch die laufenden Interventionen bestimmt, wie Wonnacott annimmt, sondern durch den Devisenbestand bei der Zentralbank (und den damit einhergehenden Zusatzbestand an umlaufender Inlandswährung). Ein

zunehmender Abstand zwischen den beiden Kurven im unteren Teil der Schwingungen bedeutet, daß die Zentralbank ausländische Währung kauft; nimmt der Abstand ab, so werden Devisen verkauft. Stellt die Zentralbank in Schaubild 2 in Punkt a ihre Devisenkäufe ein, so fällt der Kurs nicht auf b; denn die Tatsache, daß der Bestand von Inlands- relativ zur Auslandswährung außerhalb der Zentralbank aufgrund der vorangegangenen Interventionen höher ist als sonst, und daß daher der Kurs der ausländischen Währung höher sein muß als ohne Interventionen, ändert sich nicht, wenn weitere Interventionen unterbleiben. Der Kurs würde nur dann auf b fallen, wenn die Zentralbank in a ihre zuvor erworbenen Devisenreserven veräußern würde.

Graphisch läßt sich der Effekt einer LAW-Politik in Schaubild 3 (S. 5) darstellen. Wir nehmen an, daß die Zentralbank in  $t_1$  zu einer LAW-Politik übergeht und zu diesem Zeitpunkt über einen Devisenbestand in Höhe von  $D_0$  verfügt<sup>1</sup>. Um den Fall des Wechselkurses zu bremsen, der sich aus dem interventionsfreien Marktverhalten ergeben würde (Kurve A), kauft die Zentralbank im Zeitraum  $t_1$  bis  $t_2$  ausländische Währung. Dadurch erhöhen sich die ausländischen Währungsreserven bei der Zentralbank, wie aus dem unteren Teil des Schaubildes zu ersehen ist. Von dem Zeitpunkt  $t_2$  ab würde es ohne Interventionen zu einem Anstieg des Wechselkurses kommen. Um diesen Kursanstieg zu mildern, verkauft die Zentralbank Devisenreserven, bis der Devisenbestand in  $t_3$  wieder sein ursprüngliches Niveau erreicht hat. Da der Wechselkurs anschließend weiter steigt, muß die Zentralbank auch noch in der Periode  $t_3$  bis  $t_4$  Währungsreserven verkaufen, so daß der Devisenbestand unter den Anfangsbestand sinkt. Durch die erforderlichen Käufe in dem Zeitraum  $t_4$  bis  $t_5$  nimmt der Devisenbestand dann aber wieder zu, bis in  $t_5$  der Ausgangszustand erneut erreicht ist<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Hat die Zentralbank diese Währungsreserven durch Devisenmarktinterventionen in der Vergangenheit erworben, so haben diese Operationen bereits einen Einfluß auf das anfängliche Wechselkursniveau. Die A-Kurve bezeichnet dann streng genommen nur die vom Anfang des Beobachtungszeitraums ab interventionsfreie Kursentwicklung.

<sup>2</sup> Verfügt die Zentralbank anfangs über keine oder zu geringe ausländische Währungsreserven, so müßte sie sich die für die LAW-Politik erforderlichen Devisen durch die Aufnahme eines Kredits in ausländischer Währung besorgen, der im Zeitraum  $t_4$  bis  $t_5$  zurückgezahlt wird.

Für den hier untersuchten Fall eines konstanten "Normalkurses" ergibt sich also, daß eine LAW-Politik Wechselkursschwankungen verringert, da bei einem Abwertungsdruck der ausländischen Währung der Bestand von inländischem Geld relativ zu dem Bestand an ausländischem Geld im privaten Sektor ausgedehnt wird und vice versa.

Da die Zentralbank im unteren Teil des Zyklus ausländische Währung zu Kursen unterhalb von  $e_N$  erwirbt, diese Reserven jedoch verkauft, wenn die Auslandswährung unter oder gleich dem "Normalkurs" notiert, so ergibt sich aus dieser Asymmetrie ein - wenn auch möglicherweise sehr geringer - Kursgewinn bei einer LAW-Politik. Im oberen Teil des Zyklus wird Auslandswährung entsprechend zu einem Kurs oberhalb von  $e_N$  verkauft und zu einem Kurs über oder gleich dem "Normalkurs" zurückgekauft, so daß auch hier ein Kursgewinn erzielt wird.

Eine LAW-Politik läßt den "Normalkurs" allerdings nur dann unverändert, wenn sie in einem Zeitpunkt beginnt, in dem dieser Kurs gerade erreicht ist, wie beispielsweise  $t_1$ . Wird die LAW-Strategie bei einem Kurs eingeführt, der über oder unter  $e_N$  liegt, wie es in dem Ansatz von Eastman and Stykolt (Schaubild 1) der Fall ist, so ändert sich damit bereits das Niveau des "Normalkurses". Dies läßt sich anhand von Schaubild 4 (S. 10) zeigen.

Beginnt die Zentralbank bereits im Minimum der A-Kurve zu intervenieren, so werden in der Periode  $t_0$  bis  $t_1$  durch eine LAW-Politik Devisen verkauft und in der Periode  $t_1$  bis  $t_2$  wieder zurückgekauft. In  $t_2$  ist dann der ursprüngliche Bestand an Devisen wieder erreicht, so daß die A- und die C-Kurve in diesem Zeitpunkt zusammenfallen. Die unteren Wendepunkte der beiden Kurven sind also gleich. Da die Amplitude der C-Kurve geringer ist als die der A-Kurve, liegt der obere Wendepunkt der C-Kurve unter dem der A-Kurve. Daraus folgt, daß der "Normalkurs" oder Mittelkurs, um den der tatsächliche Wechselkurs nach dem Übergang zu einer LAW-Politik schwankt, tiefer liegen muß als im Ausgangsstadium (beispielsweise  $e_N$ , statt  $e_N$ ). Allerdings sind auch in diesem Fall LAW-Interventionen als kursstabilisierend anzusehen, und zwar sowohl wenn man die maximale Abweichung vom Mittelkurs als Maßstab nimmt, als auch wenn man, wie Telser (1959, S. 296), die Gesamtabweichung, errechnet als Varianz um den Mittelwert, betrachtet.

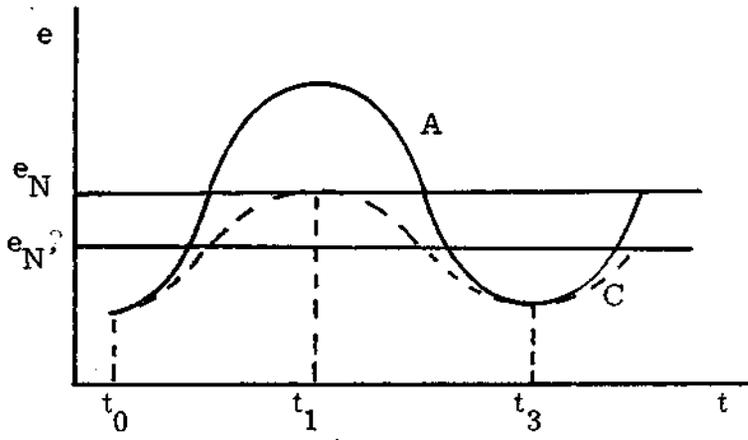


Schaubild 4

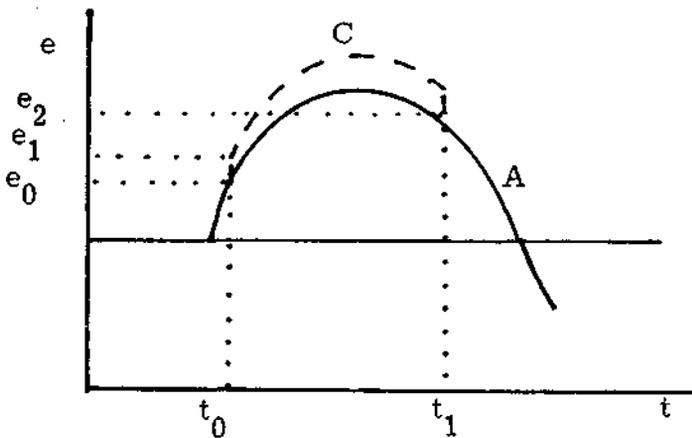
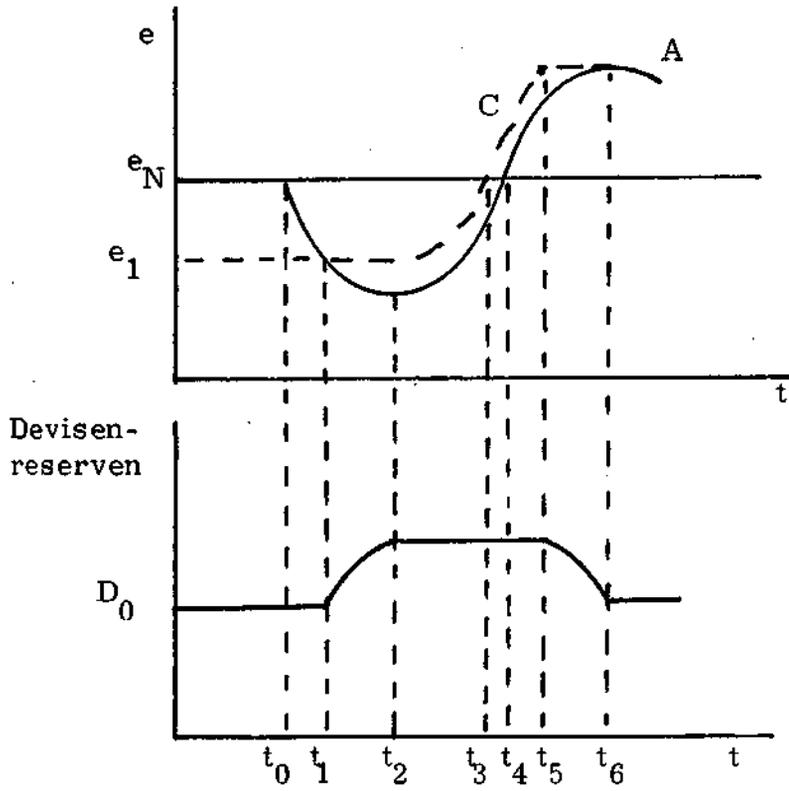


Schaubild 6

Fassen wir die vorangegangenen Überlegungen zusammen, so ist eine kursstabilisierende LAW-Politik daran zu erkennen, daß

- Devisen bei fallendem Kurs der Auslandswährung gekauft und bei steigendem Kurs verkauft werden;
- Käufe und Verkäufe von Auslandswährung sich die Waage halten und
- ein (wenn auch möglicherweise nur geringer) Kursgewinn realisiert wird.

Bemerkenswert ist, daß der Effekt einer LAW-Politik, wie er in Schaubild 3 (S. 5) dargestellt ist, stark dem Effekt der von Eastman and Stykolt beschriebenen Strategie B ähnelt (siehe Schaubild 1, S. 5). Bei der Strategie B kauft die Zentralbank jedoch Devisen, wenn der Kurs der Auslandswährung unter dem "Normalkurs" liegt, und verkauft Devisen, wenn der tatsächliche Kurs über dem "Normalkurs" liegt. Dagegen besagt die LAW-Strategie, daß ausländische Währung nicht nur gekauft wird, wenn der tatsächliche Kurs unter dem "Normalkurs" liegt, sondern auch verkauft wird, wenn er darunter liegt (Periode  $t_2$  bis  $t_3$  in Schaubild 3, S. 5). Ebenso wird zu Kursen über dem "Normalkurs" ausländische Währung nicht nur verkauft, sondern auch gekauft (Periode  $t_4$  bis  $t_5$ ).

Es läßt sich nun zeigen, daß nicht nur die LAW-Politik, sondern auch die Strategie B von Eastman and Stykolt fehlerhaft dargestellt wurde - ein Fehler, der sich noch heute in einigen gängigen Standardwerken findet<sup>1</sup>.

Das Mißverständnis bei der Interpretation der B-Strategie beruht dabei ebenfalls auf der Verwechslung von Bestands- und Stromgrößen, die schon bei der Diskussion der LAW-Politik aufgezeigt wurde. So wird die Tatsache, daß in Schaubild 1 die B-Kurve über (unter) der A-Kurve liegt, dahingehend ausgelegt, daß die heimische Zentralbank Devisen kauft (verkauft). Die korrekte Interpretation ist jedoch, daß die B-Kurve über (unter) der A-Kurve liegt, weil die Zentralbank den umlaufenden Bestand von Inlandswährung relativ zur Auslandswährung erhöht (verringert) hat - ein Effekt, der andauert, auch wenn die Zentralbank von weiteren Interventionen absieht.

<sup>1</sup> Vgl. beispielsweise Sohlen (1969, S. 62), Stern (1973, S. 80).

Der Effekt einer B-Strategie läßt sich graphisch darstellen. In Schaubild 5 (S. 10) ist eine Situation aufgezeigt, in der die Zentralbank bei einem Wechselkurs  $e_1$ , der unter dem "Normalkurs" liegt, ausländische Währung kauft und damit eine über  $e_1$  hinausgehende Abwertung verhindert. Der vertikale Abstand zwischen der C- und der A-Kurve gibt dabei an, wie hoch der Devisenbestand bei der Zentralbank ist. Zwischen  $t_1$  und  $t_2$  fällt die A-Kurve, so daß ohne Interventionen ein Überschußangebot an ausländischer Währung besteht. Um den Kurs  $e_1$  zu halten, erwirbt die Zentralbank ausländische Währung und erhöht damit ihren Devisenbestand.

Zwischen  $t_2$  und  $t_6$  existiert dagegen ohne Interventionen eine Übernachfrage nach ausländischer Währung und damit eine steigende Tendenz des Wechselkurses. Zwischen  $t_2$  und  $t_3$  liegt der tatsächliche Kurs, jedoch noch unter dem Normalkurs, so daß die Zentralbank nicht zur Stützung ihrer Währung interveniert; denn ein Verkauf von Auslandswährung gegen Devisen zu einem Kurs, der unter dem "Normalkurs" liegt, ist bei Strategie B nicht gestattet. Der Devisenbestand bleibt in dieser Periode also unverändert. Erst wenn der tatsächliche Kurs über den "Normalkurs" steigt, kann die Zentralbank ihre Devisen wieder veräußern, beispielsweise in der Periode  $t_5$  bis  $t_6$ . In  $t_6$  ist der Bestand an zusätzlich erworbenen Devisen abgebaut, und die C- und die A-Kurve fallen wieder zusammen.

Anhand des Schaubildes läßt sich zeigen, daß die Anweisung der B-Strategie, Devisenreserven nur zu Kursen oberhalb des "Normalkurses" zu verkaufen, keinen stabilisierenden Effekt hat. Würden die in der Periode  $t_1$  bis  $t_2$  erworbenen Devisen beispielsweise zwischen  $t_3$  und  $t_4$  zum Normalkurs veräußert, so würde die Amplitude der oberen Schwingung dieselbe sein, wie bei einem Verkauf zu einem höheren Kurs. Die Gesamtabwicklung des tatsächlichen vom "normalen" Kurs (gemessen als die Fläche zwischen diesen beiden Kursen) wäre bei einem Verkauf zum "Normalkurs" sogar geringer als bei einem Verkauf oberhalb von  $e_N$ .

Zudem ist die B-Strategie aufgrund ihrer Anweisung, Devisen nur zu einem Kurs unterhalb des "Normalkurses" zu erwerben, nicht geeignet, einen maximalen Stabilisierungserfolg zu erzielen. Dieser ergäbe sich nämlich

dann, wenn die Zentralbank Devisen gerade zum "Normalkurs" kaufen und wieder verkaufen würde. In diesem Fall würden die Devisenreserven im Zeitraum  $t_0$  bis  $t_2$  zunehmen und im Zeitraum  $t_2$  bis  $t_4$  wieder abnehmen.

Kritisiert werden kann anhand des hier angeführten Beispiels auch die zweite These von Eastman and Stykolt, die besagt, daß der bei den Devisenmarktinterventionen realisierte Kursgewinn ein Maßstab für den Erfolg der Stabilisierungsmaßnahmen ist. So hat Kindleberger (1957) zu Recht darauf hingewiesen, daß das Gewinnkriterium fragwürdig ist, weil im Falle eines maximalen Stabilisierungserfolges zum gleichen Kurs gekauft wie verkauft wird und daher kein Kursgewinn anfällt.

Im folgenden soll darüber hinausgehend gezeigt werden, daß weder ein Kursgewinn ein Anzeichen für eine stabilisierende, noch daß ein Kursverlust Anzeichen für eine destabilisierende Intervention ist.

In Schaubild 6 (S. 10) ist der Fall einer profitablen destabilisierenden Intervention dargestellt. Die Zentralbank kauft in  $t_0$  Devisen und erhöht damit zusätzlich den Wechselkurs von  $e_0$  auf  $e_1$ . Solange diese Verknappung der ausländischen und die Ausweitung des inländischen Geldbestandes anhält, liegt der tatsächliche über dem interventionsfreien Kurs. Verkauft die Zentralbank die Devisenreserven im Zeitpunkt  $t_1$  zum Kurs  $e_2$ , so sinkt der Kurs wieder auf das interventionsfreie Niveau<sup>1</sup>. Die Zentralbank erzielt also einen Kursgewinn in Höhe der Differenz zwischen  $e_2$  und  $e_1$ , obwohl die Intervention destabilisierend ist, und zwar sowohl wenn man die maximale Abweichung vom "Normalkurs" als auch wenn man die Gesamtabweichung vom "Normalkurs" zugrunde legt.

Der Fall einer verlustbringenden stabilisierenden Intervention ist in Schaubild 7 (S. 14) dargestellt. In Schaubild 7 verkauft die Zentralbank in  $t_0$  ausländische Währung und kauft sie in  $t_1$  zurück. Dadurch reduziert sie sowohl die maximale, als auch die gesamte Abweichung der tatsächlichen von der

---

<sup>1</sup> Von einem möglichen Überschießen des Wechselkurses über seinen interventionsfreien Pfad A im Fall eines massiven Verkaufs oder Kaufs von Devisen soll hier und im folgenden abgesehen werden.

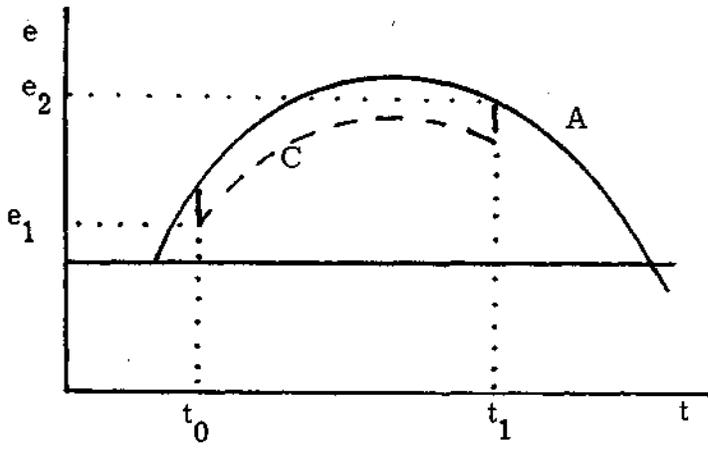


Schaubild 7

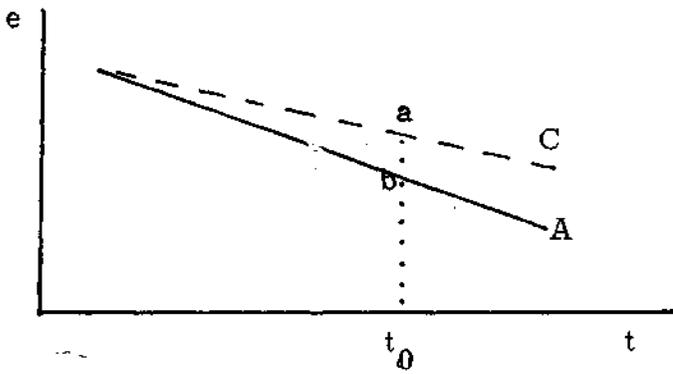


Schaubild 8

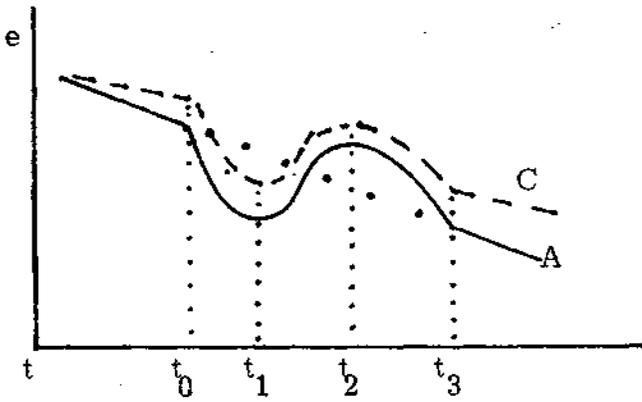


Schaubild 9

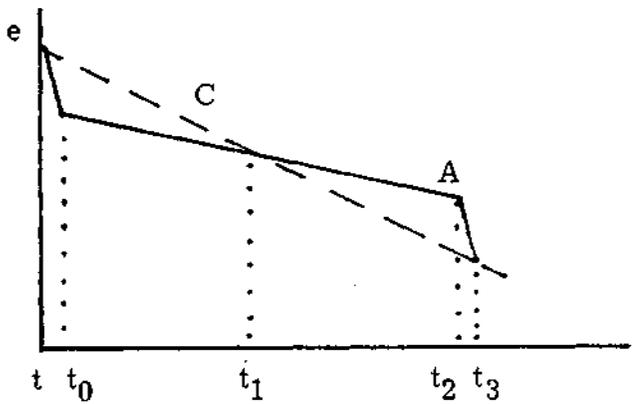


Schaubild 10

"normalen" Kursentwicklung. Die Zentralbank realisiert bei dieser Operation jedoch einen Kursverlust in Höhe der Differenz  $e_1 - e_2$ .

Zusammenfassend können wir also festhalten, daß die beiden anfangs genannten Thesen von Eastman and Stykolt zurückzuweisen sind: Zum einen hat im Falle eines konstanten "Normalkurses" (wie von Eastman and Stykolt in ihrer Analyse angenommen) eine LAW-Politik einen stabilisierenden Einfluß; zum anderen läßt sich der Erfolg von wechselkursstabilisierenden Interventionen nicht daran erkennen, ob dabei Gewinne oder Verluste realisiert werden. Bislang wurde angenommen, daß der Wechselkurs um einen konstanten "Normalkurs" oszilliert. In diesem Fall verringert eine LAW-Politik die Kurschwankungen und hat somit einen stabilisierenden Einfluß. Sind Kursänderungen jedoch nicht nur vorübergehend, sondern permanent, so haben LAW-Maßnahmen keinen stabilisierenden Effekt.

In Schaubild 8 (S. 14) ist eine Situation dargestellt, in der es ohne Interventionen zu einer beständigen Abwertung der ausländischen Währung kommt. Interventionen nach einer LAW-Regel haben in diesem Fall keine kursglättende Funktion, sondern verringern lediglich das Ausmaß der Abwertung. Charakteristisch für derartige trendändernde Interventionen ist, daß

- Devisenmarktinterventionen immer nur in einer Richtung erfolgen. Eine LAW-Politik des aufwertenden Landes führt dann dazu, daß sich dort die Devisenreserven beständig erhöhen. Eine LAW-Politik des abwertenden Landes bewirkt dagegen, daß sich dort die Devisenreserven laufend verringern. Ist der Anfangsbestand an ausländischer Währung erschöpft, so muß die Zentralbank kontinuierlich Fremdwährungskredite aufnehmen. Da Zentralbanken erfahrungsgemäß entweder nicht bereit oder nicht in der Lage sind, beständig neue Währungskredite aufzunehmen, dürften LAW-Maßnahmen der tendenziell abwertenden Länder schwächer ausfallen als die Maßnahmen von Ländern mit einer tendenziell aufwertenden Währung.
- der Reservebestand an ausländischer Währung gegenüber der Inlandswährung laufend an Wert verliert. Dabei ist zu berücksichtigen, daß eine Bewertung der Reserven zum tatsächlichen Marktkurs unangemessen hoch ist<sup>1</sup>. Denn würde die Zentralbank in Punkt a versuchen, ihre Devisenreserven zu

---

<sup>1</sup>Vgl. Telser (1959, S. 296).

veräußern, so fiel der Kurs auf Punkt b, und die Zentralbank würde für ihre Reservebestände weniger erzielen als den Marktpreis in a;

- diese Interventionen nicht in der Weise destabilisierend wirken, daß sie Wechselkursschwankungen verstärken oder dafür sorgen, daß Perioden mit relativ konstanten Kursen Perioden mit scharfen Kursänderungen folgen - wie es beispielsweise in einem "adjustable peg"-System mit diskontinuierlichen Interventionen der Fall ist. Vielmehr verändern diese Interventionen die fundamentalen Bestimmungsgründe des Wechselkurses selbst: Kauft die heimische Zentralbank in dem in Diagramm 8 dargestellten Fall ausländische Währung, so erhöht sie damit das inländische Geldangebot und verringert das ausländische Nettogeldangebot. Dadurch wird die inflationäre Entwicklung im Inland beschleunigt und im Ausland gebremst, d. h. der "Stabilitätsvorsprung" des Inlandes wird kleiner und damit auch die erforderliche Wechselkursänderung<sup>1</sup>.

Da eine LAW-Strategie der "Normalkurs" unbekannt ist, können LAW-Regeln nicht zwischen vorübergehenden und permanenten Kursänderungen und damit zwischen kursstabilisierenden und trendändernden Interventionen unterscheiden. Wonnacott (1965) empfiehlt, die LAW-Maßnahmen zu verstärken, wenn eine Bewegung des Wechselkurses in eine Richtung länger andauert, sofern nicht ein permanent unterschiedlicher Inflationstrend zwischen den beiden Ländern besteht. Diese Empfehlung - eine Gebotsstrategie, die jedoch nur begrenzt operational ist, solange nicht geklärt ist, um wieviel stärker die Interventionen in einem späteren Stadium ausfallen sollen - basiert allerdings wieder auf einem Referenzkurs-Gedanken, nämlich der Überlegung, daß sich der Wechselkurs bei gleicher Inflationsrate längerfristig nicht oder nur wenig ändert<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Dies setzt natürlich voraus, daß die Zentralbanken nicht gleichzeitig Maßnahmen treffen, um die Auswirkungen der Devisenmarktinterventionen auf das Nettogeldangebot zu neutralisieren. In dem Maße, in dem dies geschehen würde, würde sich auch der Einfluß der Devisenmarktoperationen auf den Wechselkurs verringern. Im Falle einer völligen Sterilisierung der Geldmengeneffekte wäre der tatsächliche Kurs gleich dem interventionsfreien Kurs.

<sup>2</sup> In der gegenwärtigen Situation sind die Inflationstrends einzelner Länder zudem sehr unterschiedlich, so daß die bei Wonnacott genannte Voraussetzung für stärkere Interventionen bei längerandauernden Kursveränderungen derzeit nicht erfüllt ist.

Im Gegensatz zu Wonnacott schlagen Mikesell und Goldstein (1975, S. 5 ff.) vor, Interventionen bei länger andauernden Kursveränderungen nicht zu verstärken, sondern einzustellen. Sie empfehlen, das Ausmaß von Interventionen in eine Richtung innerhalb einer bestimmten Periode (beispielsweise pro Monat) zu begrenzen, um trendändernde Interventionen zu vermeiden<sup>1</sup>. Eine Begrenzung des Interventionsvolumens stellt jedoch weder sicher, daß dieses Ziel erreicht wird, noch daß die verbleibenden Interventionen die Kursentwicklung glätten. Dies kann anhand von Schaubild 9 (S. 14) gezeigt werden. Wir nehmen an, daß der Umfang der in der Periode  $t_0$  bis  $t_4$  in eine Richtung zulässigen Interventionen begrenzt ist. Am Anfang der Periode fällt der Wechselkurs entsprechend seinem Trend. LAW-Maßnahmen führen dann dazu, daß der tatsächliche Fall des Wechselkurses (die C-Kurve) auf einem niedrigeren Trend erfolgt. Ist das zulässige Interventionsvolumen in  $t_1$  erreicht, so besteht keine Möglichkeit mehr, das folgende, teilweise nur vorübergehende Sinken des Wechselkurses durch weitere Devisenkäufe zu glätten. Der anschließende Kursanstieg in der Periode  $t_2$  bis  $t_3$  kann allerdings durch Devisenverkäufe gebremst werden, da Interventionen nur in einer Richtung limitiert sind. Erhöht dieser Devisenkauf das Volumen der zulässigen Devisenverkäufe, so würde bei entsprechenden LAW-Maßnahmen auch der Fall des Kurses von  $t_3$  bis  $t_4$  geringer ausfallen. Insgesamt ergibt sich, daß auch begrenzte Devisenmarktinterventionen die trendmäßige Entwicklung des Wechselkurses verändern können, ohne sicherzustellen, daß Schwankungen des Wechselkurses immer geglättet werden (wie es bei unbegrenzten LAW-Interventionen der Fall ist).

---

<sup>1</sup> Dieser Vorschlag ist zu den Verbotsstrategien zu rechnen. Um operational zu sein, müßte allerdings noch die exakte Höhe der zugelassenen Interventionen bestimmt werden. Die hier vorgeschlagene Regel könnte nach Ansicht von Mikesell und Goldstein möglicherweise durch eine Verpflichtung erweitert werden, den ursprünglichen Reservebestand nach einiger Zeit wiederherzustellen. Da eine solche Auflage allerdings unter Umständen zu einem Ankauf von Devisen bei steigendem Kurs führt, ist diese Erweiterung nicht mehr zu den LAW-Regeln zu rechnen.

Um trendändernde Interventionen zu verhindern, empfiehlt Tosini (1977) - neben ihrem Vorschlag, nur LAW-Operationen zuzulassen und alle anderen Interventionen, d.h. aggressive Interventionen, zu untersagen<sup>1</sup> -, eine symmetrische LAW-Politik zu betreiben. Symmetrische Interventionen werden dabei allerdings nicht so verstanden, daß LAW-Maßnahmen bei steigenden Kursen ebenso stark sind wie bei fallenden Kursen. Vielmehr sind bei Tosini symmetrische Interventionen dadurch gekennzeichnet, daß Interventionen zu Kursen, die über dem durch die Kaufkraftparität bestimmten Trend liegen, in etwa gleich stark sind wie zu Kursen, die unter dem Trend liegen<sup>2</sup>. Eine solche Regel setzt aber voraus, daß der Wechselkursrend bekannt ist. LAW-Maßnahmen müßten dann nicht auf ein Steigen oder Fallen des Wechselkurses bezogen werden, sondern auf einen gegenüber dem Trend über- oder unterproportionalen Kursanstieg. Wird aber eine Stabilisierung dieses Wechselkursrends angestrebt, so verfolgt die Zentralbank nicht mehr eine LAW-Politik, sondern handelt nach einer Referenzkurs-Regel. In diesem Zusammenhang ist interessant, daß trendglättende Maßnahmen, wie sie von Tosini angestrebt werden, unter Umständen aggressive Interventionen erfordern. Dieser Fall ist in Schaubild 10 (S. 14) dargestellt.

In Schaubild 10 ist die interventionsfreie Kursentwicklung A durch eine Folge von Perioden mit scharfen und geringen Kursänderungen gekennzeichnet. Hat die Zentralbank das Ziel, die tatsächliche Kursentwicklung dem Trend anzugleichen (die gestrichelte Kurve C), so kauft sie in der Periode  $t_0$  bis  $t_1$  ausländische Währung, um einen im Vergleich zum Trend überproportionalen Kursfall zu verhindern. In dieser Phase betreibt die Zentralbank eine LAW-

<sup>1</sup> Aggressive Interventionen liegen vor, wenn eine Zentralbank bei einem Anstieg des Kurses ihrer Währung Devisen verkauft, und bei fallenden Kursen Auslandswährung kauft. Der Gedanke, aggressive Interventionen zu untersagen (eine Verbotsstrategie) findet sich bereits in den Richtlinien des Internationalen Währungsfonds für Länder mit flexiblen Wechselkursen; vgl. IMF (1974). Der Vorteil einer solchen Regel ist, daß destabilisierende Interventionen, wie sie in Schaubild 6 dargestellt sind, dadurch mit Sicherheit ausgeschlossen werden, da solche Interventionen erfordern, daß Devisen bei steigenden Kursen gekauft und/oder bei fallenden Kursen verkauft werden.

<sup>2</sup> Abweichungen von dem Symmetriegebot werden allerdings zugelassen, wenn es die Absicht der Zentralbank ist, ihren Bestand an Reserven zu erhöhen oder zu verringern. Da praktisch alle asymmetrischen Interventionen mit einer Änderung des gewünschten Reservebestandes begründet werden können, ist diese zusätzliche Auflage zu den nicht-operationalen Regeln zu rechnen.

Politik. Zwischen  $t_1$  und  $t_3$  würde dagegen der Wechselkurs ohne Interventionen unterproportional sinken. Um den Kurs der Trendentwicklung anzupassen, muß die Zentralbank in dieser Phase Devisen verkaufen, obwohl der Kurs der Inlandswährung fällt, d. h. sie muß eine aggressive Wechselkurspolitik betreiben. Zwischen  $t_3$  und  $t_4$  sinkt der Kurs ohne Interventionen wieder überproportional, und es kommt zu erneuten Devisenkäufen, um den Kursfall zu bremsen (eine LAW-Maßnahme).

Bemerkenswert ist, daß die Zentralbank bei trendglättenden Interventionen im Zeitraum  $t_0$  bis  $t_2$  Verluste realisiert, weil Devisen zu einem höheren Kurs gekauft als verkauft wurden, während umgekehrt im Zeitraum  $t_2$  bis  $t_4$  ein Kursgewinn erzielt wird.

Da der Symmetrievorschlag von Tosini ebenso Referenzkurs-Überlegungen einschließt, wie der Vorschlag von Wonnacott, Interventionen gegenüber Währungen mit gleichem Inflationstrend bei anhaltenden Kursänderungen zu verstärken, sind reine LAW-Konzepte für die Wechselkurspolitik von Zentralbanken nur in den Vorschlägen zu sehen.

- LAW-Interventionen in eine Richtung quantitativ zu begrenzen (Mikesell und Goldstein) und
- Interventionen, die nicht ein "leaning against the wind" darstellen ("aggressive" Interventionen) zu untersagen (IMF, Tosini).

### Zusammenfassung

Da der Wechselkurs der relative Preis zweier Bestandsgrößen (Währungen) ist, beeinflußt eine Zentralbank den Wechselkurs durch Devisenmarktinterventionen, indem sie das Verhältnis der umlaufenden Währungsbestände zueinander erhöht oder verringert. Kauft die Zentralbank beispielsweise ausländische Devisen, so erhöht sie damit die inländische Geldmenge und verringert den umlaufenden Bestand an ausländischer Währung. Der tatsächliche Wechselkurs weicht also solange von dem interventionsfreien Kurs ab, wie die Bestandsänderung anhält. Diese Überlegung steht im Widerspruch zu der von einer Reihe von Autoren (Eastman and Stykolt, Wonnacott, Sohlen, Stern) vertretenen Ansicht, daß die Zentralbank den Wechselkurs nur solange beeinflusst, wie sie am Devisenmarkt interveniert. Nach dem in dieser Arbeit

dargelegten Bestandskonzept bezeichnet die Differenz zwischen dem intervenitionsfreien Kurs und dem tatsächlichen Kurs das Ausmaß der Änderung des Reservebestandes bei der Zentralbank gegenüber der Ausgangssituation und nicht - wie Vertreter des Stromkonzepts behaupten - das Ausmaß der laufenden Interventionen. Weiterhin wurde gezeigt, daß realisierte Kursgewinne oder -verluste aus Devisenmarktinterventionen kein verlässlicher Indikator für kursstabilisierende bzw. destabilisierende Interventionen sind.

Ziel einer LAW-Politik ist es, sowohl Aufwertungen als auch Abwertungen einer Währung zu verringern. Eine solche Strategie hat einen kursglättenden Effekt, wenn Wechselkursänderungen in die eine oder die andere Richtung später revidiert werden. Handelt es sich dagegen um permanente Änderungen, so haben LAW-Maßnahmen keinen kursglättenden, sondern nur einen trendändernden Effekt. Ex post sind kursglättende von trendändernden LAW-Interventionen dadurch zu unterscheiden, daß sich im ersteren Fall Käufe und Verkäufe ausländischer Währung die Waage halten, während es im letzteren Fall zu einer beständigen Änderung der Devisenreserven in die gleiche Richtung kommt (oder dadurch, daß sich die Auslandsverbindlichkeiten einer Zentralbank, deren Währung abwertet und die über keine ausreichenden Devisenreserven verfügt, durch LAW-Maßnahmen erhöhen).

Ein wesentliches Problem der LAW-Strategie ist, daß man ex ante nicht zwischen vorübergehenden und permanenten Kursänderungen unterscheiden kann und daher nicht in der Lage ist, trendändernde Interventionen zu verhindern. Die in diesem Zusammenhang gemachten Vorschläge von Wonnacott und Tosini, die vorsehen, Interventionen gegenüber Währungen mit gleichem Inflationstrend bei anhaltenden Kursänderungen zu verstärken bzw. LAW-Maßnahmen bei einem Abweichen vom langfristigen, durch die Kaufkraftparität bestimmten, Wechselkurstrend symmetrisch einzusetzen, orientieren sich an einem Wechselkursziel und sind somit zu den Referenzkurs-Konzepten und nicht mehr zu den LAW-Konzepten zu rechnen. Der Vorschlag von Mikesell und Goldstein, die Interventionen in eine Richtung innerhalb eines bestimmten Zeitraums quantitativ zu begrenzen, schließen trendändernde Interventionen nicht aus und führen unter Umständen dazu, daß kursglättende LAW-Maßnahmen unterbleiben, weil der Interventionsspielraum ausgeschöpft ist.

Eine Regel, die vorsieht, nur LAW-, nicht aber "aggressive" Interventionen zuzulassen, verhindert destabilisierende Zentralbankinterventionen, die vorübergehende Auf- bzw. Abwertungen noch verstärken. Eine solche Regel schließt aber unter Umständen auch Devisenmarktinterventionen aus, die die tatsächliche Kursentwicklung der Trendentwicklung anpassen, beispielsweise indem ein künftiger scharfer Kursanstieg dadurch gebremst wird, daß die Zentralbank das Kursniveau bereits in der gegenwärtigen Phase anhebt. Ein Verbot von "aggressiven" Interventionen kann also im Widerspruch zu Referenzkurs-Konzepten stehen.

Da eine LAW-Strategie Kursänderungen verringert, aber nicht gänzlich verhindert, kann sie als eine Kombination eines Systems flexibler und eines Systems absolut fester Wechselkurse angesehen werden. Tosini (1977, S. 2) vertritt dabei die Auffassung, daß ein LAW-System näher an dem System flexibler Wechselkurse anzusiedeln ist. Diese Ansicht ist jedoch irreführend. Ob das LAW-System mehr zu einem System fester oder flexibler Wechselkurse tendiert, hängt von der Stärke der LAW-Maßnahmen ab. Je stärker diese Maßnahmen, desto geringer sind die Wechselkursänderungen und desto ähnlicher wird das LAW-System einem System fester Wechselkurse<sup>1</sup>. Da LAW-Regeln ein Abweichen von flexiblen Wechselkursen in Richtung auf feste Wechselkurse darstellen, sind die Einwände gegen diese Regeln ähnlich wie die gegen ein System fester Wechselkurse.

Ebenso wie gegen Maßnahmen zur Verteidigung eines festen Wechselkurses durch Devisenmarktoperationen kann gegen LAW-Operationen nicht vorgebracht werden, daß sie destabilisierend auf die Wechselkursentwicklung wirken. Kritisiert werden kann jedoch, daß diese Maßnahmen internen Stabilitätszielen zuwider laufen, und daß durch einen Kauf zinsloser oder niedrigverzinslicher Devisen durch das relativ stabilere Land ein Münzgewinn an das weniger stabile Land weitergegeben wird<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Verhindern LAW-Maßnahmen Wechselkursänderungen zu 0 (100) Prozent, so handelt es sich um ein System frei flexibler (absolut fixierter) Wechselkurse.

<sup>2</sup> Zu dem letzten Punkt vgl. die ausführliche Darstellung in Lehment (1978 c). Verfolgt man eine LAW-Strategie, bei der man statt ausländischer Währung Staatsschuldverschreibungen erwirbt, so entfielen dieser Einwand. Der Konflikt mit dem internen Stabilitätsziel bliebe jedoch bestehen.

Das interne Stabilitätsziel kann selbst dann verletzt werden, wenn es sich bei den LAW-Operationen nicht um trendändernde Interventionen, sondern um kursglättende Interventionen handelt. Aus Schaubild 3 (S. 5) ist ersichtlich, daß es bei kursglättenden Maßnahmen zu einer vorübergehenden Änderung der Devisenbestände und - sofern Sterilisierungsmaßnahmen unterbleiben - zu einer damit verbundenen Änderung der inländischen Geldmenge kommt. Diese Fluktuationen der Geldmenge können wiederum zu Schwankungen der Nachfrage nach Inlandsgütern und damit zu Schwankungen von Preisniveau und/oder Beschäftigung führen. Eine erhöhte Wechselkursstabilität würde in diesem Fall zu Lasten der internen Stabilität gehen.

#### IV. Referenzkurs-Konzepte

Während eine LAW-Politik allein an der Wechselkursentwicklung ausgerichtet ist, orientieren sich Referenzkurs-Regeln an einem Wechselkurs- oder Wechselkurszonenziel. Dabei sind zwei Fragen von besonderem Interesse:

1. Soll die Referenzkursregel als Gebots- oder Verbotsregel konzipiert werden?
2. Wie soll der Referenzkurs bzw. die Referenzzone bestimmt werden?

Wird der Zentralbank im Rahmen einer Gebotsstrategie die Aufgabe übertragen, dafür zu sorgen, daß der Referenzwechselkurs erreicht bzw. nicht verlassen wird, so entspricht diese Regelung einem System fixierter Wechselkurse. Von der Art der Bestimmung des Wechselkurses hängt es dann ab, ob es sich um ein System völlig fester Wechselkurse oder um einen "adjustable peg" oder "crawling peg" handelt.

#### Das Konzept von Ethier und Bloomfield

Ein Referenzkurs-Konzept, das mit Hilfe von Verbotsregeln formuliert ist, wurde zuerst von Ethier und Bloomfield (1974, 1975) vorgeschlagen. Die von ihnen empfohlene Regel besagt, daß es Zentralbanken nicht gestattet sein soll, ihre eigene Währung auf dem Devisenmarkt zu verkaufen, wenn der Kurs der Inlandswährung in Einheiten der Auslandswährung um einen bestimmten Prozentsatz (eventuell einen Satz von null) ~~über~~ dem Referenzkurs liegt oder ihre Währung zu kaufen, wenn der Kurs um mehr als diesen Prozentsatz ~~unter~~ dem Referenzniveau liegt. Weiterhin sieht der Vorschlag vor, daß der Referenzkurs in vorher festgelegten Zeitintervallen durch eine bestimmte internationale Verfahrensweise revidiert wird<sup>1</sup>. Im Gegensatz zu einem System fixierter Kurse, bei dem die Zentralbank einen bestimmten Kurs stabilisieren muß, verpflichtet die von Ethier und Bloomfield konzipierte Strategie die Zentralbanken lediglich, nicht selber destabilisierend zu intervenieren - wobei destabilisierendes Verhalten an der Abweichung vom Referenzkurs gemessen wird. Schaubild 11 verdeutlicht diese Strategie.

<sup>1</sup> Vgl. Ethier und Bloomfield (1975, S. 10)

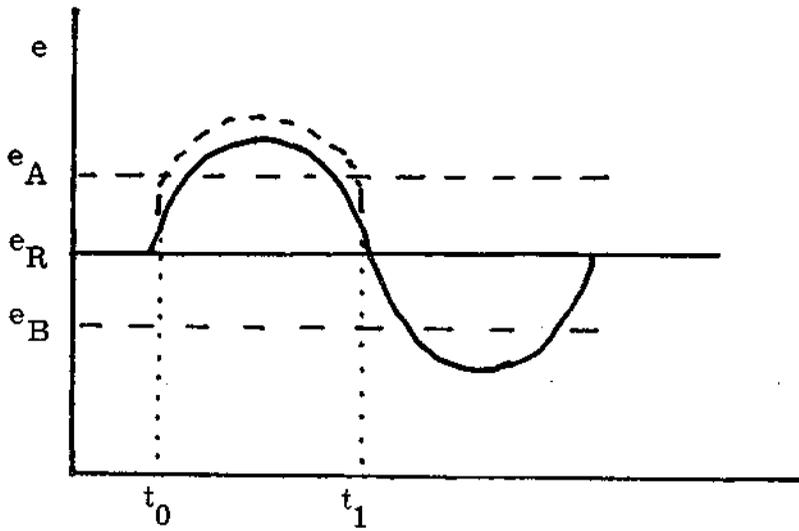


Schaubild 11

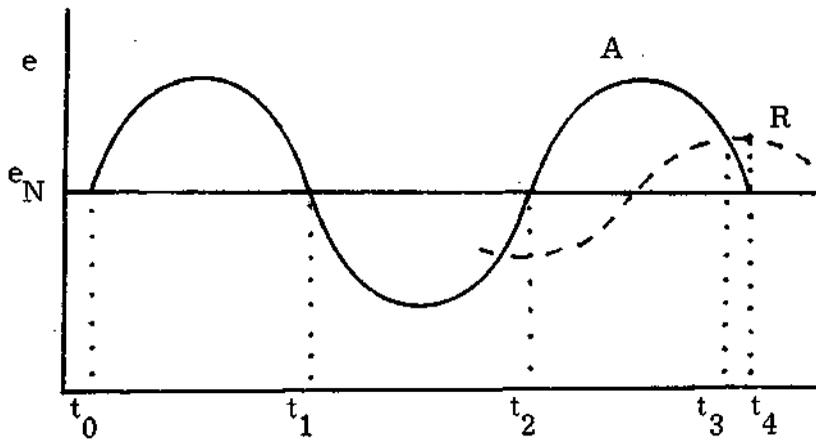


Schaubild 12



Schaubild 13

In Schaubild 11 bezeichnet  $e_R$  den Referenzkurs der Auslandswährung und  $e_A$  ( $e_B$ ) die obere (untere) Begrenzung der Bandbreite. Liegt der Marktkurs oberhalb von  $e_A$ , so darf die Zentralbank heimische Währung nicht verkaufen; liegt der Kurs unter  $e_B$ , so darf sie heimische Währung nicht kaufen<sup>1</sup>. Ansonsten ist sie in ihren Devisenmarktoperationen völlig frei. Sie kann ein freies Floating zulassen; sie kann aber auch versuchen, den tatsächlichen Kurs auf dem Niveau des Referenzkurses zu fixieren. Gegenüber einer Gebotsstrategie, bei der die Zentralbank verpflichtet ist, für das Erreichen eines bestimmten Wechselkurses zu sorgen, hat diese Regelung den Vorteil, daß

- die Zentralbank ein internes Stabilitätsziel verfolgen kann und nicht aus wechsellkurspolitischen Gründen zu inflationären Maßnahmen veranlaßt wird (wie in der Bundesrepublik Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre) oder gezwungen ist, eine übermäßig restriktive Politik zu verfolgen (wie in Großbritannien in den zwanziger Jahren, als das Pfund durch die Rückkehr zur Goldparität auf der Basis des Vorkriegskurses überbewertet war)<sup>2</sup>;
- es nicht zu relativ risikolosen Devisenspekulationen gegen die Zentralbank kommt, wie es in dem "adjustable peg" System der Bretton-Woods-Ära möglich war, wenn erforderliche Wechselkursanpassungen nicht schnell genug erfolgten. Wird in dem von Ethier und Bloomfield vorgeschlagenen Konzept der Referenzkurs nicht rechtzeitig korrigiert, so ist die Zentralbank nicht wie in einem "adjustable peg" System gezwungen, den Referenzkurs gegen die auf eine Auf- oder Abwertung spekulierenden privaten Marktteilnehmer zu verteidigen, sondern sie kann jederzeit ein Steigen oder Sinken des Wechselkurses zulassen.

<sup>1</sup> In einem System fester Wechselkurse wäre die Zentralbank dagegen verpflichtet, zu Kursen oberhalb (unterhalb) von  $e_A$  ( $e_B$ ) Devisen zu verkaufen (kaufen), um den Wechselkurs innerhalb der zulässigen Bandbreite zu halten.

<sup>2</sup> Eine eindrucksvolle Analyse der ökonomischen Auswirkungen dieser Maßnahme findet sich in Keynes (1925).

Ähnlich wie der im vorangegangenen Abschnitt behandelte Vorschlag, alle nicht zu den LAW-Maßnahmen gehörenden Interventionen, d. h. "aggressive" Interventionen, zu untersagen, versucht auch der Vorschlag von Ethier und Bloomfield das Verhalten der Zentralbanken lediglich in der Weise zu beschränken, daß destabilisierende Intervention verhindert werden soll. Allerdings läßt sich anhand von Schaubild 11 zeigen, daß die Zentralbank innerhalb der zulässigen Bandbreite Maßnahmen ergreifen kann, die Kursschwankungen verstärken. Verkauft die Zentralbank beispielsweise in  $t_0$  heimische Währung und kauft diese zu einem Kurs von  $t_1$  wieder zurück, so bewegt sich der Wechselkurs entlang der gestrichelten Linie, d. h. die Interventionen verstärken die Abweichung vom Referenzkurs. Diese Möglichkeit wird nur ausgeschlossen, wenn die Bandbreite auf null reduziert wird.

Wie die Diskussion der LAW-Vorschläge gezeigt hat, können destabilisierende Zentralbankinterventionen allerdings genauso gut verhindert werden, indem "aggressive" Interventionen untersagt werden. Diese Regelung hat weiterhin den Vorteil, daß nicht erst ein Referenzniveau bestimmt werden muß. Eine Referenzkursregel, wie sie von Ethier und Bloomfield vorgeschlagen wird, wäre nur dann vorzuziehen, wenn es möglich ist, anhand des Referenzkurses verlässlich zwischen vorübergehenden und permanenten Kursänderungen zu unterscheiden und dadurch unbeabsichtigte trendändernde Interventionen zu vermeiden.

Der zweite Vorschlag von Ethier und Bloomfield, die Referenzkurse in vorherbestimmten Zeitintervallen durch eine festgelegte internationale Verfahrensweise zu revidieren, ähnelt stark der Regelung im Bretton-Woods-System. Dabei sind die Autoren allerdings skeptisch, ob diese Empfehlung zumindest im gegenwärtigen Zeitpunkt realisierbar ist<sup>1</sup>.

Die geforderte internationale Abstimmung der Wechselkurspolitik ist insofern sinnvoll, als bei einer Zahl von  $n$  Zentralbanken nicht jede von ihnen

<sup>1</sup>"We are somewhat skeptical about the possibility of wide, early agreements on any formal method for setting reference rates, and indeed we must grant the possibility that any provision involving the mandatory adjustment of reference rates might prove to be too much to achieve at the present time." Ethier und Bloomfield (1975, S. 16)

ein eigenständiges Wechselkursziel verfolgen kann, da nur  $n-1$  unabhängige Wechselkurse existieren. Um ein konsistentes System von Referenzkursen zu gewährleisten, muß also zunächst eine Zentralbank bestimmt werden, die selbst kein eigenständiges Wechselkursziel hat<sup>1</sup> - eine Funktion, die in der Bretton-Woods-Ära von den USA übernommen wurde - , oder zwei Zentralbanken müssen sich auf einen gemeinsamen Wechselkurs einigen.

Ethier und Bloomfield geben jedoch keine verbindlichen Regeln an, nach denen die Referenzkurse bestimmt werden. Insofern ist ihr zweiter Vorschlag nicht operational. Allerdings weisen sie darauf hin, daß die Korrektur der Referenzkurse in Form von gleitenden Referenzkursen (crawling reference rates) erfolgen könne<sup>2</sup>. Diese Anpassung der Kurse sollte ihrer Ansicht nach am besten an objektiven Indikatoren, wie Devisenmarktkursen in der Vergangenheit und Änderungen in den Reservebeständen, orientiert sein<sup>3</sup>; beispielsweise könne ein gewogener Durchschnitt der Wechselkurse in der Vergangenheit als neuer ~~provisorischer~~ Referenzkurs der heimischen Währung angesetzt werden, der dann noch nach oben oder unten korrigiert wird, je nachdem ob die Reserven in der Vergangenheit zu- oder abgenommen haben.

<sup>1</sup> Dieses Problem läßt sich nicht dadurch umgehen, daß der Referenzkurs gegenüber einem Währungskorb, wie beispielsweise den Sonderziehungsrechten, definiert wird. Denn haben  $n-1$  Zentralbanken den Kurs ihrer Währung in Einheiten des Währungskorbs festgelegt und sind die Anteile der einzelnen Währungen in diesem Korb bestimmt, so ist nur noch ein Kurs der Währung der  $n$ -ten Zentralbank mit diesen Kursen vereinbar. Setzt die  $n$ -te Zentralbank den Kurs über diesem Niveau fest, so verteuert sich der Währungskorb gegenüber den anderen Währungen und der tatsächliche Kurs der  $n-1$  Währungen würde unter ihr Referenzniveau sinken und vice versa.

<sup>2</sup> Ethier und Bloomfield (1975, S. 15)

<sup>3</sup> Zu einer Diskussion dieser und anderer Indikatoren vgl. Underwood (1973). In einer Simulationstudie vergleicht Kamen (1975) die Stabilität des Exportvolumens in einem System flexibler Wechselkurse und in einem System gleitender Fixkurse, die auf verschiedenen Indikatoren (gleitender Monatsdurchschnitt der tatsächlichen Wechselkurse, die Höhe der offiziellen Währungsreserven, die Änderung der Währungsreserven und die Grundbilanz) basieren. Er kommt zu dem Resultat, daß ein "crawling peg", der auf der Höhe der offiziellen Reserven basiert, am wenigsten Stabilität gewährleistet. Die Qualität der anderen Systeme variiert dagegen mit den Annahmen über Wechselkurserwartungen, Preiselastizitäten im internationalen Handel und der Stärke von Störungen in Form einer exogenen Änderung des Preisniveaus in einem Land, so daß kein System dem anderen eindeutig vorgezogen werden kann.

Es läßt sich allerdings zeigen, daß ein Referenzkurs, der auf der Basis von Wechselkursentwicklungen und Reserveänderungen in der Vergangenheit ermittelt wird, nicht ermöglicht, zwischen vorläufigen und permanenten Kursänderungen zu unterscheiden und damit keinen Vorteil gegenüber einer LAW-Regel hat.

Aus Schaubild 12 ist zu ersehen, daß ein Referenzkurs, der aus einem gleitenden Durchschnitt der Devisenmarktkurse über einen bestimmten Zeitraum ermittelt wird, nur dann dem "Normalkurs"  $e_N$  entspricht, wenn die Referenzperiode sich gerade über einen Zyklus erstreckt, d. h. wenn der Referenzkurs in  $t_2$  als Durchschnitt der Wechselkurse von  $t_0$  bis  $t_2$  gebildet wird. Wird der Referenzkurs dagegen nur auf der Basis eines halben Zyklus bestimmt (also der Kurs in  $t_2$  durch die Entwicklung in  $t_1$  bis  $t_2$  und der Kurs in  $t_4$  durch die Entwicklung in  $t_2$  bis  $t_4$ ), so ergeben sich Abweichungen des Referenzkurses  $R$  vom "Normalkurs", die allerdings geringer sind, als die Schwankungen der tatsächlichen Entwicklung  $A$ . Dabei sind die oberen und unteren Wendepunkte gegenüber dem der tatsächlichen Entwicklung verschoben<sup>1</sup>. Diese Verschiebung kann zu Fehlinformationen führen. Beispielsweise nähern sich in der Periode  $t_3$  bis  $t_4$  die tatsächlichen Wechselkurse dem "Normalkurs", entfernen sich jedoch vom Referenzkurs, so daß die Entwicklung fälschlicherweise als destabilisierend angesehen werden kann.

Besonders deutlich werden die Mängel eines aufgrund gleitender Durchschnitte bestimmten Referenzkurses bei einer kontinuierlichen Aufwertung (Abwertung) einer Währung. In diesem Fall liegt der Referenzkurs beständig unter (über) dem tatsächlichen Kurs, da in seine Berechnung die stets niedrigeren (höheren) Kurse der Vergangenheit eingehen.

Werden zusätzlich die Änderungen der Devisenbestände als Indikator für den Referenzwechsellkurs verwendet, so hat diese Maßnahme nur einen Einfluß, wenn die Zentralbanken tatsächlich interveniert haben, wozu sie in dem von Ethier und Bloomfield vorgeschlagenen System nicht verpflichtet sind.

<sup>1</sup> Die  $R$ -Kurve hat in  $t_2$  ( $t_4$ ) ihr Minimum (Maximum), weil dort nur Werte unterhalb (oberhalb) des Normalkurses in die Bestimmung des Referenzkurses eingehen.

Eine Regel, die vorsieht, bei einer Zunahme des Devisenbestandes den Referenzkurs zu erhöhen, hat zudem möglicherweise einen destabilisierenden Effekt. Erstreckt sich beispielsweise die Referenzperiode in Schaubild 12 gerade über einen Zyklus, so entspricht der aufgrund gleitender Durchschnitte ermittelte Wechselkurs dem "Normalkurs". Interveniert die Zentralbank nun zugunsten der ausländischen Währung, wenn der Kurs dieser Währung unter dem Referenzkurs liegt, so steigen die Währungsreserven. Diese Änderung der Reserven bewirkt dann aufgrund der erweiterten Regel ein Sinken des Referenzkurses, d. h. der Referenzkurs entfernt sich von dem tatsächlichen "Normalkurs". Orientiert sich die Wechselkurspolitik an diesem Referenzkurs, so kommt es im Folgenden möglicherweise zu destabilisierenden Interventionen.

Auch ist diese zusätzliche Regel nicht geeignet, unbeabsichtigte trendändernde Interventionen zu verhindern, da im Falle einer kontinuierlichen Änderung des Wechselkurses in eine Richtung der Referenzkurs erst dann korrigiert wird, wenn der Devisenbestand zu- oder abgenommen hat, d. h. wenn trendändernde Interventionen bereits stattgefunden haben.

Die wesentlichen Kritikpunkte an dem Vorschlag von Ethier und Bloomfield lassen sich wie folgt zusammenfassen:

1. Die Regel, Interventionen zu untersagen, welche den Wechselkurs von seinem Referenzkurs entfernen, verhindert destabilisierende Interventionen nicht besser (und im Falle zulässiger destabilisierender Eingriffe innerhalb einer bestimmten Bandbreite an dem Referenzkurs) sogar weniger gut) als ein Verbot "aggressiver" Devisenmarktinterventionen im Rahmen einer LAW-Strategie. Diese hat zudem den Vorteil, daß nicht erst ein Referenzkurs bestimmt werden muß.
2. Eine gleitende Anpassung der Referenzkurse auf der Basis von Devisenmarktkursen in der Vergangenheit und Reserveänderungen ermöglichte es nicht, zwischen permanenten und vorübergehenden Wechselkursänderungen zu unterscheiden. Auch in dieser Hinsicht besteht also kein Vorteil gegenüber einem LAW-Konzept. Darüber hinaus ist die Gefahr gegeben, daß diese ermittelten Referenzkurse "falsch" sind, und es demzufolge zu destabilisierenden Interventionen kommt.

### Der Vorschlag von Williamson

Williamson (1975) unterstützt das Referenzkurskonzept von Ethier und Bloomfield. Er schlägt vor, die Bekanntheit von Zielzonen für die Wechselkurse dadurch zu forcieren, daß Ländern Interventionen nur dann gestattet werden, wenn sie zuvor einen Referenzkurs für ihre Währung festgelegt haben. Weiterhin empfiehlt er, zusätzlich zu den Referenzkursen für den Kassamarkt auch Referenzkurse für spätere Zeitpunkte anzugeben. Ein Land mit relativ niedriger Inflationsrate würde dann generell einen zukünftigen Referenzkurs seiner Währung wählen, der über dem gegenwärtigen Referenzniveau liegt; im Laufe der Zeit würde der aktuelle Referenzkurs dann in Richtung auf das künftige Referenzniveau ansteigen. Dieses Konzept ähnelt dem vom Sachverständigenrat (1966/67) gemachten Vorschlag für eine vorangekündigte Aufwertung. Dieser sah folgende Regelung vor:

"Um eine interne Stabilitätspolitik gegenüber einem internationalen Preisniveaustieg von 2 bis 3 vH abzuschirmen und darüber hinaus abzustützen, könnten die für die Währungspolitik zuständigen Instanzen verbindlich erklären (Vorankündigung), daß während einer bestimmten Periode in der Zukunft (Festlegungsperiode) die Kurse, bei denen die Bundesbank am Kassadevisenmarkt intervenieren muß (Interventionspunkte), nicht konstant bleiben, sondern ansteigend fixiert werden, und zwar von Woche zu Woche ganz allmählich, so daß sich im Laufe eines Monats ein Paritätsanstieg von zum Beispiel 0,2 vH ergibt. Statt der konstant fixierten Parität von heute hätte man eine ansteigend fixierte Parität, statt eines Normal-Swapsatzes von 0 Prozent einen solchen von rund 2,5 Prozent je Jahr. Die Festlegungsperiode müßte im Zeitablauf nach vorn geschoben werden, damit sie nicht schrumpft. Die Fixierung des Normal-Swapsatzes schließt jede Analogie mit flexiblen Wechselkursen aus; infolgedessen werden alle Einwände, die man gegen größere Wechselkursflexibilität vorbringen mag, in diesem Falle gegenstandslos. Das System hat aber auch keinen der Vorzüge, die man einem System größerer Wechselkursflexibilität zuschreiben mag, ausgenommen, daß die betreffende Regierung auch dann noch guten Glaubens de facto Geldwertstabilität versprechen kann, wenn sie sich des direkten internationalen Preiszusammenhangs ebenso bewußt ist wie ihrer Ohnmacht, die anderen Länder

zu einer Politik größerer Preisstabilität zu bewegen."<sup>1</sup>

Der Unterschied zwischen einer vorangekündigten Aufwertung und einem vorangekündigten Anstieg des Referenzkurses besteht darin, daß die währungs- politischen Instanzen im letzteren Fall nicht verpflichtet sind, für das Erreichen des Referenzkurses zu sorgen. Es ist ihnen lediglich nicht gestattet, den tatsächlichen Kurs durch Intervention vom Referenzkurs zu entfernen. Williamson gibt jedoch nicht an, auf welche Weise der vorangekündigte "crawl" der Referenzkurse bestimmt werden soll. In einem späteren Beitrag befürwortet Williamson (1977, S. 101) eine Regelung, nach der Zentralbanken ihre geldpolitischen Ziele offenlegen und gleichzeitig angeben, welche voraussichtliche Entwicklung des Wechselkurses sich hieraus ergibt.

Hier stellt sich jedoch die Frage, ob Zentralbanken die wechselkurspolitischen Auswirkungen einer vorangekündigten Geldpolitik besser einschätzen können als private Marktteilnehmer<sup>2</sup>. Ist der Kurs der Geldpolitik bekannt, so entfällt zumindest das Argument, die Zentralbanken könnten die Wechselkursentwicklung besser einschätzen, weil sie über bessere Informationen über die Geldmengenentwicklung verfügen.

Weiterhin ist zu überlegen, ob offizielle Referenzkurse die Wechselkursentwicklung tatsächlich verstetigen. Williamson sieht den Vorteil von Referenzkursen oder -zonen vor allem darin, daß sie einen Anhaltspunkt für stabilisierende Spekulationen bieten. Denn wenn der tatsächliche Kurs vom Referenzkurs abweicht, wüßte der Markt, daß künftige Interventionen nur in eine

---

<sup>1</sup> Sachverständigenrat (1966/67, TZ 268)

<sup>2</sup> Als Illustration hierzu mag die folgende Äußerung von Emminger (1977, S. 9) dienen:

"Money-supply targets can play an important part as intermediate goods in international monetary coordination. But their effects on exchange rates are not so clearcut as is sometimes assumed in theoretical models, partly due to the diversities mentioned above in starting positions and the "environment" of monetary policies. From this I would draw the conclusion that it is impossible to forecast, with any degree of precision, from an announced monetary policy goal, or an observed rate of monetary growth, the resultant future exchange-rate movement."

Richtung erfolgen könnten, durch die der Kurs wieder an den Referenzkurs angenähert wird<sup>1</sup>; dadurch würde sich das Risiko für destabilisierende Interventionen weiter erhöhen<sup>2</sup>.

Haberler (1977) S. 18 f) allerdings vertritt die Ansicht, daß offizielle Referenzkurse eine Devisenmarktspekulation gegen diese Kurse nicht wirkungsvoll verhindern können. Dabei weist er darauf hin, daß selbst die Verpflichtung der Zentralbanken, ihre Wechselkurse zu verteidigen, die Spekulation gegen diese Kurse nicht unterbinden konnte und daß dies eher noch weniger zu erwarten sei, wenn Zentralbanken lediglich die Möglichkeit haben, die Referenzkurse zu verteidigen.

In der Tat erscheint es fraglich, ob beispielsweise die Bekanntgabe eines DM/Dollar Referenzkurses von etwa 3,30 im Herbst 1977 ( und eventuell eine Ankündigung eines um den erwarteten Inflationsunterschied niedrigeren Referenzniveaus für das Jahr 1978) den scharfen Fall des Dollarkurses verhindert hätten. Die wiederholten Aussagen von Mitgliedern der Bundesregierung und Bundesbank, daß der Dollar überbewertet sei, waren dazu jedenfalls nicht in der Lage.

Jedoch selbst wenn Referenzkurse einen Einfluß auf die tatsächliche Wechselkursentwicklung haben, so wirken sie nur dann stabilisierend, wenn sie "richtig" sind, d. h. wenn ein Abweichen von diesen Kursen tatsächlich ein destabilisierendes Verhalten anzeigt. Ist diese Bedingung nicht erfüllt, so können Referenzkurse - wie die Diskussion des Vorschlags von Ethier und Bloomfield gezeigt hat - eine trendgemäße Änderung der Wechselkurse und sogar kursstabilisierende Devisenmarktoperationen behindern.

<sup>1</sup> Sind allerdings die Geldmengenziele so formuliert, daß das von ausländischen Zentralbanken gehaltene Geld darin nicht eingeschlossen ist, so sind kursändernde Interventionen nicht möglich. Denn in diesem Fall sind Zentralbanken weder in der Lage das heimische Geldangebot zu variieren, noch können sie das Nettoangebot an ausländischer Währung verändern, da jeder Kauf (Verkauf) von Devisen umgehend zu einer Ausweitung (Verringerung) der ausländischen Geldmenge führt, um das dortige geldpolitische Ziel zu erreichen. Zu einer näheren Diskussion dieses Punktes vgl. Lehment (1978a).

<sup>2</sup> Vgl. Williamson (1975, S. 139 ff).

Zudem besteht die Gefahr, daß eine offizielle Wechselkursprognose in Form einer angekündigten Referenzkursentwicklung als wirtschaftspolitische Zielgröße fehlinterpretiert wird. Die Zentralbanken könnten dann unter Umständen unter öffentlichen Druck geraten, ein allzu starkes Abweichen von diesen Referenzkursen durch Maßnahmen zu verhindern, die interne Stabilitätsziele beeinträchtigen würden<sup>1</sup>.

Die Überlegungen, daß

- die Zentralbanken bei einer Vorankündigung ihrer Geldpolitik über keinen Informationsvorsprung verfügen, der es ihnen ermöglichen würde, aus diesem Grund bessere Wechselkursprognosen abzugeben als privaten Marktteilnehmern;
- die Bekanntgabe von Referenzkursen eine davon abweichende Kursentwicklung nicht verhindern kann, wenn das Referenzniveau privaten Marktteilnehmern unglaubwürdig erscheint;
- eine Orientierung an Referenzkursen von Nachteil sein kann, wenn diese Kurse "falsch" sind; und
- die geldpolitischen Instanzen unter öffentlichen Druck geraten könnten, ein Abweichen von den Referenzkursen zu verhindern und damit interne Stabilitätsziele zu gefährden,

lassen es angebracht erscheinen, auf offizielle Wechselkursprognosen in Form von Referenzkursen zu verzichten.

Die währungspolitischen Instanzen können allerdings einen erheblichen stabilisierenden Einfluß auf die Wechselkursentwicklung bereits dadurch ausüben, daß sie umfassende und verlässliche Informationen über den künftigen Kurs ihrer Politik bereitstellen. Denn die teilweise hektischen Bewegungen des Dollarkurses Ende 1977 und Anfang 1978 resultierten in erster Linie aus der Unsicherheit über künftige wirtschaftspolitische Maßnahmen, insbesondere aus der Unsicherheit über die amerikanische Geldpolitik<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Vgl. Willett (1977)

<sup>2</sup> Wie sehr wirtschafts- und währungspolitische Maßnahmen die Kursentwicklung beeinflussen, zeigte sich, als der Kurs des US-Dollars auf die Ankündigung kursstützender Maßnahmen durch das amerikanische Schatzamt an einem Tag um 4,2 % nach oben schnellte.

## Referenzkurskonzepte für das Floating in der Europäischen Gemeinschaft

Im Jahr 1976 gab es mehrere Ansätze, Referenzkursregeln für die Wechselkurspolitik in der Europäischen Gemeinschaft (EG) aufzustellen<sup>1</sup>.

### Der Vorschlag von Oort

Oort (1976) empfiehlt, für die untereinander floatenden Währungen der EG Zielzonen anzugeben, die auf der Basis effektiver Wechselkurse oder anhand eines ähnlichen Maßstabes wie beispielsweise den Sonderziehungsrechten ermittelt werden. Diese Regelung hat seiner Ansicht gegenüber der Festsetzung von Referenzkursen gegenüber einer Leitwährung den Vorteil, daß Referenzkursänderungen politisch leichter durchsetzbar sind. Auch würde der so ermittelte Kurs nicht so leicht als Referenzpunkt für Währungsspekulanten dienen. Diese Überlegung verkennt allerdings nicht nur, daß es relativ leicht ist, aus den Referenzkursen der DM und des Gulden gegenüber dem zugrunde gelegten Währungskorb den impliziten Referenzkurs der DM gegenüber dem Gulden zu errechnen, sondern steht auch im Widerspruch zu dem Argument Williamsons, daß Referenzkurse den privaten Marktteilnehmern genau bekannt sein sollte, um ein stabilisierendes Spekulationsverhalten zu fördern. Oort schlägt weiterhin vor, daß die Zielkurse von der Gemeinschaft gebilligt werden. Dabei geht er jedoch nicht auf die Frage ein, wie dieser Kurs bestimmt werden soll oder wie das Problem zu lösen ist, daß nicht jedes Land ein eigenständiges Wechselkursziel haben kann<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Politischen Nachdruck erhielten diese Bemühungen durch die Duisenberg-Initiative im EG-Ministerrat. Der Plan von Duisenberg sah vor, im Rahmen einer verbesserten Koordinierung der Wirtschaftspolitik Wechselkurszielzonen für die untereinander floatenden EG-Währungen zu bemessen. Diese Zonen sollten dabei zumindest anfänglich im wesentlichen nur als Orientierungsgröße für Wirtschaftsberatungen in der EG dienen. Die Mitgliedstaaten sollten nicht verpflichtet sein, den Kurs ihrer Währungen innerhalb dieser Zone zu halten. Zu Einzelheiten des Vorschlags vgl. Oort (1977).

<sup>2</sup> Zu einem späteren Beitrag schlägt Oort (1977) vor, als Anfangszielzone eine Bandbreite von etwa 3 vH an den zu dieser Zeit bestehenden Marktkurs zu wählen.

Der Vorschlag sieht weiterhin vor, die Zielzonen von Zeit zu Zeit anzupassen; der am wahrscheinlich besten geeignete Indikator für die erforderliche Änderung sei dabei die relative Kostenentwicklung in den verschiedenen Ländern. Eine Einigung auf einen solchen Index dürfte nach Oorts Ansicht allerdings kaum möglich sein. Deshalb empfiehlt er eine gleitende Anpassung des Referenzkurses auf der Basis der vergangenen Kursentwicklung - eine Regelung, gegen die die gleichen Bedenken vorgebracht werden können wie gegen den entsprechenden Vorschlag von Ethier und Bloomfield.

### Das Manifest der Cromer-Gruppe

Die Stellungnahme der Cromer-Gruppe (1976) ähnelt stark dem Vorschlag von Oort<sup>1</sup>, über den sie nur insoweit hinausgeht, als Maßnahmen der Gemeinschaft für den Fall erwogen werden, daß der Kurs einer Währung aus der Zielzone ausbricht<sup>2</sup>. Eine solche Regelung wäre ein erster Schritt zu einem System fixierter Kurse, bei dem die Zentralbanken zur Verteidigung des Referenzniveaus verpflichtet sind. Außerdem schlägt die Cromer-Gruppe vor, die Referenzzonen auf der Basis der Europäischen Rechnungseinheit festzulegen<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Dies mag nicht weiter überraschen, da Oort eines der Mitglieder dieser Gruppe ist, die unter dem Vorsitz des Earl of Cromer zusammentrat. Die weiteren Mitglieder sind Bela Balassa, Armin Gutowski, Alexandre Lamfalussy, Lamfalussy, Giovanni Magnifico, Andrew Field, Robert Triffin, Pierre Uri und Jaques von Ypersele.

<sup>2</sup> "These rules could be further strengthened in several respects by giving the Community authorities the right to challenge a country's policies when the exchange rate has moved, or threatens to move, outside the target range to an extent considered harmful to the Community as a whole". Cromer-Gruppe (1976). In diesem Fall ergäbe sich allerdings die schwierige Aufgabe zu entscheiden, ob das Verlassen der Zone einer übermäßig restriktiven Politik in den aufwertenden Ländern oder einer übermäßig expansiven Politik in den abwertenden Ländern anzulasten ist.

<sup>3</sup> In diesem Zusammenhang ist anzumerken, daß bei einer Ermittlung des Referenzkurses auf der Basis eines Währungskorbs, in der die einzelnen Währungen selbst in unterschiedlichen Proportionen enthalten sind, die Bandbreite für die einzelnen Währungen unterschiedlich ausfallen müßten. Hat beispielsweise die DM einen Anteil von 30 vH am Währungskorb, der Gulden aber nur 10 vH, so würde eine 3 vH Aufwertung der DM gegenüber allen anderen Währungen nur zu einem Anstieg des Referenzkurses um 2 vH führen, eine gleiche Aufwertung des Gulden jedoch zu einem Anstieg von 2,7 vH; ist die Bandbreite 2,5 vH, so würde die Guldenaufwertung als destabilisierend eingestuft, die DM Aufwertung dagegen nicht, obwohl beide Aufwertungen gleich stark sind.

### Der Vorschlag des Sachverständigenrates

Der Sachverständigenrat empfiehlt in seinem Jahresgutachten 1976/77, Zielzonen für Wechselkurse auf der Basis der unterschiedlichen monetären Expansionsraten in den einzelnen Ländern zu bestimmen. Dieser Vorschlag ist Teil einer umfassenden Strategie, die vorsieht, die Geldpolitik in den Ländern des europäischen Währungsverbundes und in EG-Staaten, die diesem Verbund nicht angehören, zu harmonisieren.

Im einzelnen sieht das vom Sachverständigenrat vorgeschlagene Konzept folgendes vor:

- Interventionen, durch die sich die Währung noch weiter von der vereinbarten Zielzone entfernt, sind nicht gestattet;
- Die Zielzonen für die Wechselkurse werden auf der Basis der durch Gemeinschaftsbeschluß festgesetzten monetären Expansionsraten errechnet.- die angestrebte Steuergröße ist dabei die Zentralbankgeldmenge. Wird beispielsweise für die Länder des Währungsverbundes eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge um 6 vH, in einem der anderen EG-Länder aber um 11 vH für ein bestimmtes Jahr festgelegt, so liegt eine Abwertung dieses Landes von 5 vH pro Jahr(eventuell zuzüglich einer gewissen Bandbreite) innerhalb der Zielzone.
- Sinkt der Kurs einer Währung unter das durch die Zielzone bestimmte Niveau, so hat dieses Land einen Anspruch auf die Unterstützung aller Partnerländer in Form von notwendigen Kursstützungskrediten<sup>1</sup>. Dieser Anspruch besteht allerdings nur, wenn das betreffende Land den gemeinsam verabredeten monetären Spielraum eingehalten hat. Es ist also nicht möglich, daß ein Land eine unzulässig expansive Geldpolitik betreibt, und dann zur Abwehr der daraus resultierenden Abwertung auf Kredithilfen anderer Zentralbanken pocht.

Der erste Punkt des Vorschlags entspricht den Empfehlungen in den bereits diskutierten Konzepten. Zum zweiten Punkt ist kritisch anzumerken, daß Wechselkursziele nur auf der Basis von relativen Änderungen des Geldangebots

<sup>1</sup> Sachverständigenrat (1976/77, TZ 306).

(Zentralbankgeldmenge) nicht aber auch von relativen Änderungen der Geldnachfrage bestimmt werden. So wäre beispielsweise zu erwarten, daß ein Land mit einer vergleichsweise hohen Zuwachsrate der Zentralbankgeldmenge weniger stark abwertet als es die Differenz in den monetären Expansionsraten entspricht, wenn das Wachstum in diesem Land überdurchschnittlich hoch ist (und damit auch die zusätzliche Geldnachfrage) oder wenn die voraussichtliche Inflationsrate dort besonders stark sinkt. Empirische Untersuchungen zeigen jedenfalls, daß Versuche, die Wechselkursentwicklung allein durch Änderungen des Geldangebots zu erklären, unbefriedigende Resultate liefern<sup>1</sup>.

Eine Ermittlung von Wechselkursen auf der Basis nicht nur von Geldangebots-, sondern auch von Geldnachfrageaspekten dürfte allerdings kaum mehr in ein allgemeines operationales Regelsystem zu fassen sein. Weiterhin können in diesem Fall die gleichen Einwände vorgebracht werden, die bereits im Zusammenhang mit der Diskussion des Vorschlags von Williamson genannt wurden (bei vorangekündigter Geldmengenexpansion kein Informationsvorsprung der Zentralbank gegenüber privaten Marktteilnehmern; "falsche" Referenzzonen behindern möglicherweise stabilisierende Spekulation; öffentlicher Druck, Referenzzonen zulasten interner Stabilitätsziele zu erreichen).

Im Zusammenhang mit dem dritten Vorschlag des Sachverständigenrats ist unklar, ob Interventionen, die den tatsächlichen Kurs innerhalb der Referenzzone halten, auch gestattet sind, wenn dadurch das Geldmengenziel verletzt wird. Hat das Geldmengenziel eindeutig Vorrang, so sind Regeln für wechselkursorientierte Interventionen obsolet. Denn in diesem Fall ist das Wechselkursniveau bereits durch die monetären Expansionsraten bestimmt, die durch Devisenmarktinterventionen nicht verändert werden dürfen. Sind dagegen Abweichungen vom Geldmengenziel gestattet, so ist nicht verständlich, warum offizielle Kursstützungskredite notwendig sein sollen, um ein Sinken des Wechselkurses unter das Zielzonenniveau zu verhindern. Eine Abwertung

---

<sup>1</sup> Vgl. Fürstenberg (1977)

ließe sich beispielweise auch durch eine restriktive Offenmarktpolitik vermeiden. Die Empfehlung, offizielle Währungskredite nur dann zu vergeben, wenn das betreffende Land seinen monetären Spielraum eingehalten hat, ist sicherlich eine Verbesserung gegenüber der bisherigen Übung, Zahlungsbilanzhilfen auch dann zu gewähren, wenn die Wechselkursprobleme aus einer übermäßigen monetären Expansion resultieren. Da diese Kredite in der Regel zinsgünstig sind, wird das Land für eine solche Politik sogar noch "belohnt". Allerdings können Zentralbanken auch ohne Verstoß gegen ihr Geldmengenziel eine Abwertung ihrer Währung herbeiführen und daraus einen Anspruch auf Währungshilfen ableiten - beispielsweise indem sie für die Zukunft einen expansiven monetären Kurs erwarten lassen. Die vorteilhafteste Lösung dürfte daher die sein, daß Zentralbanken völlig von der Vergabe zinsgünstiger Währungskredite absehen und dazu auch nicht unter bestimmten Umständen verpflichtet werden. Diese Regelung dürfte umso leichter zu akzeptieren sein, je deutlicher erkannt wird, daß Wechselkursziele - soweit sie wegen der möglichen Gefährdung interner Stabilitätsziele überhaupt erstrebenswert sind - auch ohne derartige Kredite erreicht werden können.

#### Der OPTICA-Vorschlag

Das von der Optica-Gruppe<sup>1</sup> vorgeschlagene Referenzkurssystem unterscheidet sich in drei Punkten wesentlich von den bisher behandelten Konzepten:

1. Der Hauptgrund für die Einführung von Referenzzonen ist nicht, Schwankungen des nominalen Wechselkurses zu glätten, sondern eine Wechselkurs-Lohn-Preisspirale zu verhindern. Die hinter dieser Absicht stehende Theorie eines *circulus vitiosus* besagt, daß eine autonome Abwertung der Währung zu einem Anstieg der Importpreise führt, der wiederum zusätzliche Lohnerhöhungen hervorruft, um den Kaufkraftverlust auszugleichen. Diese Lohnerhöhungen bewirken dann einen Kostendruck auf die inländischen Produzentenpreise. Um Arbeitslosigkeit zu vermeiden, wird die Geldpolitik dann dazu gedrängt, diese Preiserhöhung durch eine entsprechende

<sup>1</sup> Der Optica-Gruppe gehörten unter dem Vorsitz von Georgio Basevi als weitere Mitglieder Pascal Salin, Hans-Eckart Scharrer und Niels Thygesen an. Paul de Grauwe war der Gruppe assoziiert.

monetäre Expansion zu akkommodieren. Die Ausweitung der Geldmenge führt dann wieder zu einem Sinken des Wechselkurses und der *circulus vitiosus* beginnt von neuem.

2. Die Referenzzonen werden auf der Basis von Kaufkraftindices festgelegt (Großhandelspreise).
3. Die beteiligten Länder sind verpflichtet, die Referenzzonen unter bestimmten Umständen durch einen Ankauf oder Verkauf ihrer Währungen zu verteidigen.

Der Grundgedanke des OPTICA-Vorschlags ist, einen Wechselkurs-Lohn-Preisspirale dadurch zu verhindern, daß Änderungen der Wechselkurse, welche über einen Ausgleich der Inflationsunterschiede zwischen den beteiligten Ländern hinausgehen, unterbunden werden. Eine solche Regelung unterscheidet sich von dem traditionellen System fester Wechselkurse dadurch, daß nicht nominale sondern reale Wechselkurse fixiert werden. Der Gedanke einer derartigen "realen Wechselkursschlange" findet sich zum erstenmal bei Kolm (1976).

Im einzelnen sehen die Vorschläge der OPTICA-Gruppe folgende Regeln vor:

- a) Der Referenzkurs der Währung jedes Landes, das an der Vereinbarung teilnimmt, wird als Effektivkurs definiert. Im Interesse der Vergleichbarkeit wird der Referenzkurs in Europäischen Währungseinheiten ausgedrückt.
- b) Für jedes Land wird ein Index der "effektiven" Kaufkraftparität errechnet: sein Großhandelspreisindex wird durch den gewogenen Durchschnitt der ausländischen Großhandelspreisindizes dividiert, wobei dieselben Gewichte wie bei der Ermittlung des Effektivkurses verwendet werden.
- c) Der Referenzkurs jedes Landes wird regelmäßig (mindestens vierteljährlich) der Veränderung des gleitenden Durchschnitts der effektiven Kaufkraftparität angepaßt. Die der Durchschnittsberechnung zugrundeliegende Periodenlänge und die Gewichte, mit denen die einzelnen Zeitelemente in die Kalkulation eingehen, sind für alle teilnehmenden Länder gleich.
- d) Die Währungsbehörden setzen Bandbreiten um den Referenzkurs fest.

e) Zu Beginn jeder Periode (z. B. Monat, Quartal) prüfen die Währungsbehörden auf der Grundlage der unter (b) und (c) erläuterten Berechnungen, ob der Referenzkurs ihrer Währung im Vergleich zum Vorjahr aufgewertet oder abgewertet wurde. Im Falle einer Aufwertung interveniert die betreffende Währungsbehörde nur durch Verkäufe ihrer eigenen Währung, und zwar dann, wenn der Marktkurs die Untergrenze des Bandes zu unterschreiten droht. Bei einer Abwertung (des Referenzkurses) finden Interventionen nur durch Ankäufe der eigenen Währung statt, und zwar dann, wenn der Marktkurs die Obergrenze des Bandes erreicht.

f) Die Währungsbehörden verzichten darauf, den Gegenwert ihrer Interventionen zu sterilisieren, d. h. die Geldbasis expandiert bzw. schrumpft im vollen Ausmaß der Interventionen.

g) Zur Unterstützung dieser Vereinbarungen wird der Interventions- und Kreditmechanismus des Europäischen Währungsfonds (FECOM) wie folgt geändert: Schuldnerländer haben die in Anspruch genommenen Kredite mit einem positiven Realzins zu verzinsen. Das Recht zur Inanspruchnahme von Währungskrediten wird eingeschränkt oder erlischt, wenn ein Land gegen die Regeln verstößt (e und f)."<sup>1</sup>

Im Hinblick auf die in den Punkten (a) bis (c) aufgeführten technischen Merkmale des Referenzkurses sind mehrere Varianten zur Bestimmung dieses Kurses möglich. Dabei dürfen nach Ansicht der Verfasser allerdings weder die Länge des gleitenden Durchschnitts noch die Gewichte, die den einzelnen Perioden zukommen, den gleitenden Referenzkurs unangemessen starr werden lassen. Die Durchschnittsbildung sollte lediglich Saisonschwankungen

---

<sup>1</sup> Scharrer (1977, S. 328). Weiterhin ist vorgesehen, daß die Länder des europäischen Währungsverbundes ihre gegenwärtig praktizierte Zusammenarbeit fortsetzen können. Dabei müßten sie durch eine Verordnung ihrer Wirtschaftspolitik darauf hinwirken, daß die Wechselkurse den Kaufkraftparitäten schrittweise angenähert werden.

glätten und außergewöhnliche Einflüsse ausschalten. Hierzu empfiehlt sich nach Ansicht der OPTICA-Gruppe beispielsweise ein gleitender Vier-Quartals Durchschnitt<sup>1</sup>.

Die in (d) vorgeschlagene Bandbreite um den Referenzkurs könnte nach Ansicht der OPTICA-Gruppe um eine Regel ergänzt werden, die vorsieht, mit relativ weiten Bandbreiten zu beginnen, die dann nach etwa einem Jahr deutlich verringert werden.

Besonders wichtig für das OPTICA-Konzept ist die Interventionsregel (e), die asymmetrische Interventionen vorsieht. So darf der Kurs einer schwachen Währung mit überdurchschnittlicher Inflationsrate nicht stärker fallen, als es der Entwicklung der Kaufkraftparität (plus der Bandbreite) entspricht. Der Kurs darf jedoch weniger stark fallen und sogar steigen. Umgekehrt ist es nicht gestattet, daß der Kurs einer "starken" Währung mit unterdurchschnittlicher Inflationsrate um mehr steigt als zur Erhaltung der Kaufkraftparität erforderlich ist. Die Währung darf jedoch weniger stark aufwerten und sogar abwerten. Der Grund für diese Asymmetrie liegt in dem Ziel des OPTICA-Vorschlags, Abwertungen zu verhindern, die stärker sind als für den Ausgleich der Kaufkraftparitäten erforderlich ist, weil diese zu einer Wechselkurs-Lohn-Preisspirale führen können, die mit der Gefahr einer Hyperinflation im abwertenden Land und mit der Gefahr von Devisen- und Handelsrestriktionen verbunden ist<sup>2</sup>.

Der OPTICA-Vorschlag läßt sich anhand von Schaubild 13 (Seite 24) verdeutlichen.

<sup>1</sup> Vgl. OPTICA (1976, S. 90)

<sup>2</sup> Vgl. OPTICA (1976, S. 85)

Allerdings kann es zu realen Abwertungen und daraus resultierenden zusätzlichen Lohnforderungen auch dann kommen, wenn eine Aufwertung geringer ausfällt als für den Inflationsausgleich erforderlich ist. Es ist daher nicht einzusehen, warum Importpreiserhöhungen über eine Wechselkursabwertung anders bewertet werden sollen als Importpreiserhöhungen aufgrund steigender ausländischer Produzentenpreise, wie es beim OPTICA-Vorschlag geschieht.

In ~~Schaubild~~ 13 sind die Quartale  $Q$  auf der Abzisse und das Verhältnis des inländischen Großhandelspreisindex zu den entsprechenden Indices der anderen Länder  $P_G$  und sein gleitender Durchschnitt  $DP_G$  auf der Ordinate abgetragen. Es wird angenommen, daß die Inflationsraten in allen vorangegangenen Perioden international gleich waren und  $P_G$  konstant bei 100 lag. In der Graphik ist nun der Fall dargestellt, daß sich das inländische Preisniveau im Vergleich zum Ausland in jedem Quartal um 2 Prozentpunkte erhöht. Der Kaufkraftindex  $P_G$  entwickelt sich dann wie die gepunktete und sein gleitender Durchschnitt wie die durchgezogene Linie. Die für das betreffende Land maximale Abwertung ergibt sich aus der  $DP_G$  Kurve und der zulässigen Bandbreite, die hier der Einfachheit halber mit einem Prozentpunkt pro Jahr angesetzt wurde. In  $Q_4$  ist beispielsweise eine maximale Abwertung des Wechselkurses von 6 vH (5 vH Anstieg von  $DP_G$  und 1 vH Bandbreite) gegenüber dem Anfangskurs zugelassen (die gestrichelte Kurve). Droht die Währung um mehr als den zulässigen Satz abzuwerten, so zwingt die OPTICA-Regel die inländische Zentralbank, ihre Währung auf dem Devisenmarkt anzukaufen, während ausländische Zentralbanken ihre Währungen verkaufen müssen, damit diese nicht übermäßig aufwerten. Wertet die Inlandswährung dagegen weniger ab als zulässig oder wertet sie sogar auf, so sind die Zentralbanken nicht verpflichtet zu intervenieren, um die Wechselkursentwicklung der Kaufkraftentwicklung anzugleichen.

Die wichtigsten Kritikpunkte am OPTICA-Vorschlag lassen sich wie folgt zusammenfassen:

1. Die dem Konzept zugrundeliegende Theorie einer Abwertungs-Lohn-Preisspirale (circulus vitiosus) ist fragwürdig. Erstens wird eine solche Spirale nur dann in Gang gesetzt, wenn eine reale Abwertung zu zusätzlichen Lohnerhöhungen führt. Arbeitnehmer und Gewerkschaften können jedoch durchaus bereit sein, eine Verschlechterung ihrer Reallohnposition durch gestiegene Importpreise zu akzeptieren, wenn sie erkennen, daß zusätzliche Lohnforderungen zu Arbeitslosigkeit führen würden. Ein Beispiel hierfür ist die drastische Erhöhung des Ölpreises Ende 1973, die die terms of trade der OPEC-Staaten verbesserte. Für eine beschäftigungsorientierte Lohnpolitik in den Nicht-OPEC-Staaten bedeutete dies

einen geringeren an die Inländer verteilbaren Produktivitätszuwachs, so daß entsprechend niedrigere Realloohnerhöhungen erforderlich waren, um Unterbeschäftigung zu verhindern<sup>1</sup>.

Außerdem läßt sich ein solcher *circulus vitiosus* nur aufrechterhalten, wenn ein importpreisbedingter Lohn- und Preisschub beständig durch expansive geldpolitische Maßnahmen akkommodiert wird<sup>2</sup>. Ferner gehen die die Vertreter dieser Theorie meist nicht auf die Ursachen der Abwertung ein. In der gegenwärtigen Situation ist die Hauptursache für Wechselkursänderungen in unterschiedlichen tatsächlichen oder erwarteten Inflationsraten in den einzelnen Staaten zu sehen. Dabei führt eine Geldmengenausweitung relativ schnell zu einer Währungsabwertung und zu einem Anstieg der Importpreise, während die inländischen Löhne und Preise dieser Entwicklung erst mit einer zeitlichen Verzögerung folgen. Von daher mag der Eindruck entstehen, daß die Abwertung der Grund für den Anstieg des inländischen Lohn- und Preisniveaus ist. In Wirklichkeit aber sind sowohl die Abwertung als auch der Preisanstieg auf eine gemeinsame Ursache, nämlich die Geldmengenexpansion, zurückzuführen.

2. Die technischen Merkmale, nach denen der Referenzkurs ermittelt wird, können eine reibungslose Anpassung des Wechselkurses möglicherweise behindern. So liegt beispielsweise ein als gleitender Vier-Quartals-Durchschnitt errechneter Referenzkurs - wie ihn die OPTICA-Gruppe empfiehlt - bei einem ständigen Anstieg des Inlandpreisniveaus gegenüber dem Auslandspreisniveau ständig über dem Kurs, der der Kaufkraftparität entsprechen würde. So wird in Schaubild 13 ein Sinken des Wechselkurses im vierten Quartal um mehr als 6 vH gegenüber dem Ausgangsniveau bei einem auf gleitenden Durchschnitt basierenden Referenzkurs bereits als übermäßig eingestuft, obwohl die Kaufkraftparität erst bei einer Abwertung um 8 vH gewährleistet würde.

<sup>1</sup> Vgl. Giersch (1976)

<sup>2</sup> Vgl. Haberler (1977, S. 10)

Wenn die Referenzkurse nur quartalweise neu festgesetzt werden, kann es zudem zu Sprüngen in der Wechselkursentwicklung kommen. Es besteht dann, ähnlich wie in einem System des "adjustable peg" die Gefahr, daß kurz vor der Änderung der Kurse massive Spekulationsbewegungen einsetzen, um von der bevorstehenden Aufwertung einer Währung zu profitieren. Die Wahrscheinlichkeit für solche Spekulationen ist sogar noch größer als im Bretton-Woods-System, da der Termin für Wechselkurskorrekturen bei einer regelmäßigen quartalsweisen Anpassung von vornherein bekannt ist.

Problematisch ist auch die Ermittlung eines Kaufkraftindex auf der Basis von Großhandelspreisen. Denn in diesem Index gehen die Preise importierter Güter mit ein. Führt eine Abwertung (Aufwertung) zu einem direkten Anstieg (Sinken) der Importpreise, so steigt (sinkt) auch das Großhandelspreisniveau und der auf dieser Basis ermittelte Referenzkurs sinkt (steigt). Die Wechselkursänderung schafft also zum Teil selbst die Voraussetzung (eine Ausweitung der Inflationsdifferenz) dafür, daß sie nach den OPTICA-Regeln als zulässig angesehen wird. Nehmen wir beispielsweise den extremen Fall, daß die Großhandelspreisindices in zwei Ländern A und B genau gleich sind und A's und B's Produkte je zur Hälfte in diesen Index eingehen. Ergibt sich nun eine Nachfrageänderung zugunsten der Produkte von A, so würde bei flexiblen Kursen die Währung von A gegenüber der Währung von B nominal und real aufgewertet. Beträgt diese Aufwertung 4 vH, so sinkt der Großhandelspreisindex in A um 2 vH und steigt in B dagegen um 2 vH. In diesem Fall wäre die OPTICA-Regel überflüssig, da die Wechselkursänderungen immer der internationalen Inflationsdifferenz entsprechen.

Aber selbst unter weniger extremen Annahmen dürften Wechselkursänderungen einen direkten Einfluß auf die Großhandelspreise haben. Eine Kaufkraftregel, wie sie der OPTICA-Vorschlag vorsieht, gewährleistet also nicht, daß das damit angestrebte Ziel in vollem Umfang erreicht wird, nämlich reale Abwertungen und die nach der circulus-vitiosus-Theorie daraus resultierende Lohn-Preisspirale zu verhindern.

3. Die vorgeschlagenen Maßnahmen verzögern möglicherweise notwendige Korrekturen der terms of trade. Auf diesen Punkt hat insbesondere Vaubel (1977) hingewiesen<sup>1</sup>. Nehmen wir wiederum an, eine Änderung der internationalen Güternachfrage führe zu einer realen und nominalen Aufwertung der Währung des Landes A gegenüber der Währung von B um 4 vH. Führt diese Wechselkursänderung sofort zu einer entsprechenden Änderung der Importpreise und beträgt der Anteil der importierten Güter am Großhandelspreisindex beispielsweise 25 vH, so sinkt der Index in A um 1 vH und steigt in B um 1 vH. Da in diesem Fall die Aufwertung 4 vH, die Inflationsdifferenz jedoch nur 2 vH beträgt, ist die Aufwertung ein bei einer Bandbreite von 1 vH um 1 vH zu hoch. Unter den angenommenen Bedingungen darf die Aufwertung daher maximal 2 vH betragen. Die Inflationsdifferenz ist dann 1 vH und liegt somit noch in der zulässigen Bandbreite. Um die Aufwertung auf 2 vH zu begrenzen, ist es erforderlich, daß AB eine expansivere (weniger expansive) Geldpolitik betreibt. Dies kann so aussehen, daß die Geldmenge in A um 1 vH ausgedehnt und in B um 1 vH verringert wird. Eine solche Geldpolitik verhindert die reale Aufwertung jedoch nur dann, wenn das Preisniveau der im Inland produzierten Güter künftig nicht in gleichem Maße steigt. Im Regelfall ist diese Bedingung erfüllt, so daß diese Maßnahmen eine reale Wechselkursanpassung zunächst verhindern. Nach und nach wird jedoch die einprozentige Geldmengenexpansion (-kontraktion) in A (B) dazu führen, daß dort das Preisniveau um 1 vH stärker steigt (sinkt) als sonst. Entsprechend verteuern sich die Produkte von A gegenüber denen von B um 2 vH. Die reale Aufwertung beträgt dann 4 vH, von denen 2 vH durch eine Änderung des Wechselkurses und 2 vH durch Änderungen der inländischen Produzentenpreise zustandegekommen sind. Die nach der OPTICA-Regel vorgesehenen Maßnahmen würden also eine notwendige Änderung des realen Wechselkurses verzögern und die entsprechenden Anpassungsprozesse behindern.

<sup>1</sup> Vgl. auch Oort (1977, S. 16) und Cohen (1977, S. 334).

Basevi und De Grauwe (1977, S. 28 ff.) erkennen diesen Einwand als berechtigt an. Sie weisen allerdings darauf hin, daß die asymmetrische Formulierung der OPTICA-Regeln es gestatte, den realen Wechselkurs zu senken und daß Anpassungen nur im Falle realer Wechselkursaufwertungen behindert werden könnten. Diese Aussage ist allerdings nicht präzise genug. Die OPTICA-Regeln erlauben einem relativ preisstabilen Land eine reale Abwertung und einem relativ wenig stabilen Land eine reale Aufwertung. In den beiden anderen möglichen Fällen (reale Aufwertung im stabilen und reale Abwertung im weniger stabilen Land) wird die Anpassung dagegen behindert.

4. Die durch die OPTICA-Regel gewährleistete Konvergenz der Inflationsraten kann im Widerspruch zu den inländischen Stabilitätszielen stehen. Dies gilt vor allem für die Länder, die eine besonders niedrige Inflationsrate anstreben. Auf diesen Mangel des Vorschlags wird auch von den Verfassern des OPTICA-Report hingewiesen<sup>1</sup>. Wichtig ist insbesondere, daß es in dem vorgeschlagenen System keine Gewähr dafür gibt, daß die Inflationsraten auf niedrigem Niveau konvergieren. Es ist sogar - entgegen der Meinung der Verfasser<sup>2</sup> - möglich, daß die OPTICA-Regel stabile Länder zu einer inflationären Politik verpflichtet. Um dies zu zeigen, betrachten wir zwei Länder A und B; das weniger stabile Land B erhöhe nun seine Geldmenge durch Offenmarktpolitik um 20 vH. Es sei angenommen, daß diese Maßnahmen zunächst nur zu einer Abwertung der Währung von B, nicht aber zu einer Änderung der Großhandelspreise in den beiden Ländern führt. Da diese Abwertung nach der OPTICA-Regel über das zulässige Maß hinausgeht, müssen beide Länder zugunsten der Währung von B intervenieren. Sind A und B gleichgroß, so dürfte sich

<sup>1</sup> "While on the whole the Scheme has the advantage of making it difficult for devaluing countries to accelerate their money supply too rapidly, on the other hand it makes it difficult for revaluing countries to decelerate their money supply too quickly".

<sup>2</sup> "The scheme in no way implies that low inflation countries would be induced to raise their inflation rate". OPTICA (1976, S. 87).

dabei in etwa eine Ausweitung der Geldmenge von A um 10 vH und eine Verringerung der umlaufenden Geldmenge von B um ebenfalls 10 vH ergeben. Berücksichtigt man den anfänglichen Geldmengenanstieg in B von 20 vH, so bedeutet dies, daß die OPTICA-Regel zu einer simultanten monetären Expansion von 10 vH in beiden Ländern geführt hat. Das weniger stabile Land kann also unter der OPTICA-Regel versucht sein, dem stabileren Land einen expansiveren Kurs aufzuzwingen. Allerdings kann auch das stabile Land durch eine restriktive Offenmarktpolitik das weniger stabile Land zu einer restriktiveren Politik veranlassen. In diesem Fall könnte es leicht zu konterkarierenden Interventionen und zu einer instabilen Situation kommen, ähnlich der Situation in einem System fester Wechselkurse, in dem jedes Land ein Wechselkursziel verfolgt<sup>1</sup>.

Zusammenfassend liegen also die Mängel der OPTICA-Regel in der Fragwürdigkeit der ihnen zugrundeliegenden Theorie des abwertungsbedingten *circulus vitiosus*, in den Problemen der technischen Ausgestaltung des Vorschlags, in der eventuellen Behinderung realwirtschaftlicher Anpassungsprozesse, in der Gefahr einer Verletzung interner Stabilitätsziele und in einer möglichen Destabilisierung des Währungssystems.

---

<sup>1</sup> Basevi, De Grauwe und Steinherr (1978) zeigen anhand eines dynamischen Wechselkursmodells, daß eine Interventionsregel, wie sie der OPTICA-Vorschlag vorsieht, einen destabilisierenden Einfluß hat, wenn Erwartungen rational sind, und bei adaptiven Erwartungen nur möglicherweise einen stabilisierenden Effekt hat.

### Zusammenfassung

1. Referenzkursregeln für ein kontrolliertes Floating zeichnen sich dadurch aus, daß sie als Verbotsregeln konzipiert sind, nach denen es Zentralbanken nicht gestattet ist, den Wechselkurs durch Interventionen von dem Referenzkurs oder der Referenzzone zu entfernen. Werden Referenzkursregeln als Gebotsregeln formuliert, die ein Land verpflichten, einen bestimmten Wechselkurs oder eine bestimmte Wechselkurszone zu erreichen, so handelt es sich dagegen um ein System fixierter Kurse.
2. Um destabilisierende Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken zu verhindern, ist es ausreichend, "aggressive" Interventionen im Rahmen eines LAW-Konzepts zu untersagen. Diese Regelung hat dabei den Vorteil, daß nicht erst Referenzkurse bestimmt werden müssen. Bei einer Referenzkursstrategie besteht zudem die Gefahr, daß es zu destabilisierenden Interventionen kommt, wenn "aggressive" Interventionen innerhalb einer bestimmten Bandbreite um den Referenzkurs zugelassen sind, oder wenn der Referenzkurs "falsch" ist, d. h. wenn aufgrund dieses Kurses eine Wechselkursbewegung in Richtung auf den tatsächlichen "Normalkurs" als destabilisierend eingestuft wird.

Ein Referenzkurskonzept ist einer LAW-Strategie nur überlegen, wenn es möglich ist, aufgrund dieses Referenzkurses mit Gewißheit zwischen vorübergehenden und permanenten Kursänderungen zu unterscheiden und auf diese Weise unbeabsichtigte trendändernde Interventionen zu vermeiden.

3. Versuche, den Referenzkurs aufgrund von objektiven Indikatoren wie den Wechselkursen in der Vergangenheit und den Änderungen der Währungsreserven (Ethier und Bloomfield) oder Unterschieden in den monetären Expansionsraten festzulegen (Sachverständigenrat), können leicht zu "falschen" Referenzkursen führen. Dies gilt auch, wenn die Referenzkurse nicht aufgrund von objektiven Indikatoren festgelegt werden, sondern durch ein subjektives Urteil der Zentralbanken zustande kommen. Zentralbanken dürften nur dann zu einer besseren Prognose der tatsächlichen Kursentwicklung in der Lage sein als die anderen Marktteilnehmer, wenn sie bessere Informationen über die künftige Geld-

politik besitzen. Dieser Vorteil entfällt, wenn die Zentralbank eine vorangekündigte Geldpolitik betreibt.

Zudem besteht die Gefahr, daß offiziell verkündete Referenzkurse nicht als Orientierungsgrößen verstanden werden, sondern als Ziele der Wirtschaftspolitik, und die geldpolitischen Instanzen unter öffentlichen Druck geraten, ein Abweichen von den Referenzkursen unter Umständen auch zu Lasten der internen Stabilität zu verhindern.

4. Der OPTICA-Vorschlag sieht vor, daß Zentralbanken unter bestimmten Umständen intervenieren müssen, <sup>um</sup> ein Ausbrechen des Wechselkurses aus seiner Referenzzone zu verhindern; die Referenzzone wird dabei durch die Inflationsdifferenzen in den beteiligten Staaten ermittelt. Der OPTICA-Vorschlag ist daher eher zu den "crawling-peg"-Konzepten zu rechnen als zu den Konzepten für ein kontrolliertes Floating. Im Unterschied zu den anderen Referenzvorschlägen ist der Hauptgedanke der OPTICA-Empfehlungen auch nicht, die Wechselkursentwicklung zu stabilisieren, sondern eine Abwertungs-Lohn-Preisspirale (circulus vitiosus) zu verhindern. Gegen das OPTICA-Konzept sprechen die Fragwürdigkeit der zugrundeliegenden circulus vitiosus-Theorie, Mängel in der technischen Ausgestaltung des Vorschlags, die Behinderung realwirtschaftlicher Anpassungsprozesse, die Gefahr einer Verletzung interner Stabilitätsziele und eine eventuell destabilisierende Wirkung auf das internationale Währungssystem.

## V. Die Richtlinien des IWF für die Wechselkurspolitik

Nachdem eine Reihe von Ländern im Jahre 1973 zu flexiblen Wechselkursen übergegangen war, stellte der IWF im Juni 1974 zum erstenmal Richtlinien für die Wechselkurspolitik dieser Länder auf. Diese Richtlinien hatten einen bedeutenden Einfluß auf die nachfolgende wechselkurspolitische Diskussion, insbesondere auf die Vorschläge für ein kontrolliertes Floating innerhalb der Europäischen Gemeinschaft. Die Richtlinien des IWF zielten vor allem darauf ab, gemäß den Bestimmungen des Artikels IV des inzwischen gebilligten neuen Abkommens über den Internationalen Währungsfonds auf eine stabile Entwicklung des Währungssystems hinzuwirken und insbesondere Maßnahmen zu verhindern, die die internationale Zahlungsbilanzanpassung beeinträchtigen oder einem Land einen "unfairen" internationalen Wettbewerbsvorteil verschaffen. Im einzelnen sahen die Richtlinien für Länder mit flexiblen Wechselkursen folgendes vor:

"(1) A member with a floating exchange rate should intervene on the foreign exchange market as necessary to prevent or moderate sharp and disruptive fluctuations from day to day and from week to week in the exchange value of its currency.

(2) Subject to (3) (b), a member with a floating rate may act, through intervention or otherwise, to moderate movements in the exchange value of its currency from month to month and quarter to quarter, and is encouraged to do so, if necessary, where factors recognized to be temporary are at work. Subject to (1) and (3) (a), the member should not normally act aggressively with respect to the exchange value of its currency (i. e., should not so act as to depress that value when it is falling, or to enhance that value when it is rising).

(3) (a) If a member with a floating rate should desire to act otherwise than in accordance with (1) and (2) above in order to bring its exchange rate within, or closer to, some target zone of rates, it should consult with the Fund about this target and its adaptation to changing circumstances. If the Fund considers the target to be within the range of reasonable estimates of the medium-term norm for the exchange rate in question, the member would

be free, subject to (5), to act aggressively to move its rate toward the target zone, though within that zone (2) would continue to apply.

(b) If the exchange rate of a member with a floating rate has moved outside what the Fund considers to be the range of reasonable estimates of the medium-term norm for that exchange rate to an extent the Fund considers likely to be harmful to the interests of members, the Fund will consult with the member, and in the light of such consultation may encourage the member, despite (2) above, (i) not to act to moderate movements toward this range, or (ii) to take action to moderate further divergence from the range. A member would not be asked to hold any particular rate against strong market pressure.

(4) A member with a floating exchange rate would be encouraged to indicate to the Fund its broad objective for the development of its reserves over a period ahead and to discuss this objective with the Fund. If the Fund, taking account of the world reserve situation, considered this objective to be reasonable and if the member's reserves were relatively low by this standard, the member would be encouraged to intervene more strongly under (2) to moderate a movement in its rate when the rate was rising than when it was falling. If the member's reserves were relatively high by this standard it would be encouraged to intervene more strongly to moderate a movement in its rate when the rate was falling than when it was rising. In considering target exchange rate zones under (3), also, the Fund would pay due regard to the desirability of avoiding an increase over the medium term of reserves that were recognized by this standard to be relatively high, and the reduction of reserves that were recognized to be relatively low.

(5) A member with a floating rate, like other members, should refrain from introducing restrictions for balance of payments purposes on current account transactions or payments and should endeavor progressively to remove such restrictions of this kind as may exist.

(6) Members with a floating rate will bear in mind, in intervention, the interests of other members including those of the issuing countries in whose currencies they intervene. Mutually satisfactory arrangements might usefully be agreed between the issuers and users of intervention currencies,

with respect to the use of such currencies in intervention. Any such arrangements should be compatible with the purposes of the foregoing guidelines. The Fund will stand ready to assist members in dealing with any problems that may arise in connection with them."<sup>1</sup>

Richtlinie (1) ist als Gebotsregel formuliert. Sie ist allerdings nicht operational. Denn wie soll eine Zentralbank erkennen, ob ein Steigen oder Sinken des Wechselkurses nur vorübergehend (d. h. eine Fluktuation) oder permanent ist?<sup>2</sup> Weiterhin ist zu fragen, warum diese Regel nur für Kursbewegungen von Tag zu Tag und von Woche zu Woche und nicht für a l l e Kursbewegungen gelten soll.

Richtlinie (2) gestattet eine LAW-Politik und verbietet normalerweise "aggressive" Interventionen. Der Hinweis, LAW-Maßnahmen insbesondere dann zu ergreifen, wenn eine Kursänderung als vorübergehend erkannt wird, stellt allerdings bereits auf ein Referenzkurs-Konzept ab und geht damit über eine reine LAW-Strategie hinaus.

Aus Richtlinie (3) wird deutlich, daß die dort aufgeführten Referenzkursregeln Vorrang vor den LAW-Empfehlungen haben. So sind "aggressive" Interventionen gestattet, wenn sie den Wechselkurs der Zielzone annähern. Auffällig ist, daß Richtlinie (3) keine expliziten Gebote oder Verbote für eine Interventionspolitik enthält. Vorgesehen ist lediglich, daß das betreffende Land mit dem IWF über seine Wechselkursziele berät;

---

<sup>1</sup> Diese Richtlinien sind abgedruckt in IMF (1974).

<sup>2</sup> So schreibt die niederländische Zentralbank in ihrem Jahresbericht 1975, zitiert in Emminger (1976, S. 15): "... attempting to make the distinction between erratic and fundamental fluctuations in market exchange rates and specifying that while the former should be redressed through intervention the latter should not ... has proved illusory /and/ ... has no real operational significance."

Emminger weist darauf hin, daß vorübergehende und permanente Kursänderungen meist erst im Nachhinein festgestellt werden können: "In our experience in Germany, the difference in most cases can be found out in practice, although only a f t e r (meine Hervorhebung H. L.) smoothing interventions have continued for some time, simply by the persistence and intensity of the movement." Emminger (1976, S. 13).

Richtlinie (4) verbindet die Interventionspolitik mit Reservezielen. Dabei bleibt jedoch ungeklärt, nach welchen Kriterien beurteilt werden soll, ob ein Reserveziel angemessen ist.

Gehen Reserveziele in die Bestimmung des Referenzkurses mit ein, so dürfte der diskretionäre Spielraum für Devisenmarktinterventionen noch größer werden. Es würde dann fast jede Interventionspolitik mit den Richtlinien des IWF vereinbar sein.

Richtlinie (5) untersagt eine Ausweitung der Handelshemmnisse aus Zahlungsbilanzermäßigungen und fordert einen kontinuierlichen Abbau bereits bestehender Hemmnisse - bezieht sich also nicht unmittelbar auf Devisenmarktinterventionen. Auffällig ist, daß diese Richtlinie nur auf einen freien Austausch von Gütern und Dienstleistungen abzielt, Kontrollen des Kapitalverkehrs dagegen gestattet, obgleich für einen freien Kapitalverkehr die gleichen wohlfahrtstheoretischen Argumente sprechen wie für einen freien Güterverkehr<sup>1</sup>.

Richtlinie (6) zieht vor, daß bei Interventionen auf dem Devisenmarkt die Interessen anderer Staaten berücksichtigt werden sollen. Giersch (1977, S. 68) hat in diesem Zusammenhang empfohlen, Interventionen nur zu gestatten, wenn das Land, dessen Währung von dieser Maßnahme betroffen ist, hiervon unterrichtet wird<sup>2</sup>.

Während die vorangegangenen Richtlinien nur auf Länder mit flexiblen Kursen bezogen sind, verabschiedete der Exekutivrat des IWF im April 1977 eine Verordnung, die die Überwachung der Wechselkurspolitik sowohl für Länder mit festen als auch für Länder mit flexiblen Kursen regeln soll. Diese Verordnung enthält Leitprinzipien für die Wechselkurspolitik der Mitgliedsländer und Prinzipien für die Überwachung der Wechselkurspolitik von Mitgliedsstaaten. Die Leitprinzipien für die Wechselkurspolitik sehen folgendes vor<sup>3</sup>:

---

<sup>1</sup> Vgl. Caves (1976), Haberler (1976), Lehment (1978 b).

<sup>2</sup> Giersch faßt diese Regel in die Formel: "No intervention without notification!"

<sup>3</sup> Vgl. IWF (1977, S. 108).

- A. Ein Mitgliedsland soll keine Manipulation von Wechselkursen oder Manipulationen des internationalen Währungssystems vornehmen, um dadurch eine Anpassung der Zahlungsbilanzen zu verhindern oder dem Land einen unfairen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Mitgliedsländern zu verschaffen.
- B. Ein Mitgliedsland soll, wenn notwendig, auf dem Devisenmarkt intervenieren, um störenden Umständen entgegenzuwirken, die unter anderem durch abrupte kurzfristige Wechselkursbewegungen gekennzeichnet sein können.
- C. Die Mitgliedsländer sollen bei ihrer Interventionspolitik die Interessen anderer Mitglieder berücksichtigen, einschließlich der Mitglieder, in deren Währung sie intervenieren.

Regel A ist die Übernahme der gleichlautenden Passage in dem neuen Artikel IV der Vereinbarungen über den IWF. Regel C entspricht der oben erwähnten Richtlinie (6) für die Wechselkurspolitik der Länder mit flexiblen Wechselkursen. Regel B hat Ähnlichkeit mit der dort genannten Richtlinie (1), ist aber allgemeiner gehalten. Dabei bleibt allerdings - ebenso wie in der Richtlinie (1) - unklar, wann eine Wechselkursänderung als übermäßig einzustufen ist. Hätte beispielsweise aufgrund dieser Regel die Bundesbank noch stärker intervenieren müssen, um den Fall des US-Dollar zu verhindern?

Die Prinzipien für die Überwachung der Wechselkurspolitik legen fünf Fälle fest, in denen die Wechselkurspolitik eines Landes mit dem IWF diskutiert werden soll:<sup>1</sup>

1. Permanente umfangreiche Interventionen auf dem Devisenmarkt in ein und dieselbe Richtung.
2. Ein untragbares Niveau offizieller oder quasi-offizieller Kreditaufnahme, oder eine dauernde exzessive Vergabe von kurzfristigen offiziellen oder quasi-offiziellen Krediten aus Zahlungsbilanzgründen.
3. a) Die zahlungsbilanzbedingte Einführung, Verschärfung oder Beibehaltung von Importrestriktionen oder Exportförderungsmaßnahmen.

---

<sup>1</sup> Vgl. IWF (1977, S. 108).

b) Die zahlungsbilanzbedingte Einführung oder substantielle Änderung von Restriktionen oder Anreizen für den Kapitalimport oder -export.

4. Eine zahlungsbilanzbedingte Geld- oder Finanzpolitik, die zu einer anomalen Förderung bzw. Abschreckung internationaler Kapitalströme führt.
5. Ein Verhalten des Wechselkurses, das offensichtlich in keiner Beziehung zu den zugrundeliegenden wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen steht, einschließlich der Faktoren, die Wettbewerbsfähigkeit und langfristige Kapitalbewegungen beeinflussen.

Die ersten beiden Punkte sind ein Versuch, eine Über- bzw. Unterbewertung einer Währung aus der Änderung der Devisenreserven bzw. der Zahlungsbilanzkredite zu ermitteln. Reserveänderungen sind aber unter Umständen kein guter Indikator für erforderliche Wechselkursänderungen. So hat Konrad (1977) darauf hingewiesen, daß Devisenkäufe der Zentralbanken möglicherweise nicht erfolgen, um eine Aufwertung zu verhindern, sondern um die Brutto-Devisenreserven auf das gewünschte Maß aufzustocken. Besonders zweifelhaft erscheint ein Reserveindikator bei flexiblen Wechselkursen. Soll man beispielsweise aus der kontinuierlichen Zunahme der Währungsreserven der Bundesbank während des Falls des Dollarkurses von 2,30 DM/\$ auf 2,00 DM/\$ folgern, daß die D-Mark bei einem Kurs von 2,00 DM/\$, zu dem noch interveniert wird, überbewertet ist? Der Punkt 3. a) entspricht in etwa der oben diskutierten Richtlinie (5). In Punkt 3. b) wird zusätzlich der Kapitalverkehr berücksichtigt. Dabei gelten für den Kapitalverkehr jedoch nicht die gleichen Regeln wie für den Handel. Während eine regelwidrige Politik bereits vorliegen kann, wenn Handelshemmnisse beibehalten werden, gibt es keine entsprechende Regelung für Kapitalverkehrsbeschränkungen. Im Gegenteil kann ein rascher Abbau solcher Beschränkungen aufgrund des Wortlauts in 3. b) bereits als regelwidrig eingestuft werden.

Am bedenklichsten erscheint der Punkt 4. Denn hier besteht die Gefahr, daß überdurchschnittlich stabilitätsorientierte Politik eines Landes, die dessen Währung attraktiv macht und den Import von Kapital fördert, als regelwidrig eingestuft wird.

Der fünfte Punkt ist recht unklar formuliert. Offenbar soll hier neben den in den Punkten 1 und 2 genannten Reserve- bzw. Währungskreditänderungen auf weitere Indikatoren für eine Über- oder Unterbewertung einer Währung hingewiesen werden. Die Nachteile einer Orientierung der Wechselkurspolitik an einem Indikator der Wettbewerbsfähigkeit, wie beispielsweise der Kaufkraftparität, wurden bereits anhand des OPTICA-Vorschlags aufgezeigt.

Der Hinweis auf den langfristigen Kapitalverkehr bedeutet möglicherweise, daß eine Währung dann nicht als unterbewertet angesehen werden soll, wenn es einen Exportüberschuß aufweist, dem ein gleichgroßer langfristiger Kapitalexport gegenübersteht, wohl aber, wenn ihm nur ein kurzfristiger Kapitalexport entspricht. Hieran ist zum einen zu bemängeln, daß die Unterscheidung zwischen kurz- und langfristigen Kapitalbewegungen rein formaler Natur ist und daher geringe Aussagekraft besitzt<sup>1</sup>. Zum zweiten ist die zugrundeliegende These, Wechselkursänderungen könnten durch Änderungen in der Leistungsbilanz erklärt werden, theoretisch unbefriedigend. Exportiert beispielsweise ein deutsches Unternehmen Maschinen für sein Zweigwerk nach Belgien, so führt dieser Vorgang zu einem Leistungsbilanzüberschuß der Bundesrepublik; der Devisenmarkt und damit der Wechselkurs werden von dieser Maßnahme jedoch nicht berührt.

Insgesamt ist an diesen Prinzipien ebenso wie an den vorangegangenen Richtlinien des IWF für ein kontrolliertes Floating zu kritisieren, daß sie zu vage gehalten sind, um die vom Währungsfond angestrebte "strikte Überwachung" nationaler Wechselkurspolitik zu gewährleisten. Der Freiheitsspielraum sowohl für die Aufstellung von Referenzkursen im Rahmen eines kontrollierten Floating als auch für die nach den hier genannten Prinzipien zulässigen wechselkurspolitischen Maßnahmen bei festen und flexiblen Wechselkursen sind so groß, daß fast jede Interventionspolitik mit diesen Regelungen vereinbar sein dürfte.

---

<sup>1</sup> Vgl. Machlup (1974).

## VI. - Schluß

1. Die Vorschläge für ein "managed floating" lassen sich in operationale und nicht operationale Konzepte, Gebots- und Verbotskonzepte sowie "leaning against the wind" (LAW)- und Referenzkurskonzepte einteilen. Die Verbindung einer operationalen Referenzkursregel mit einer Gebotsregel, die zu einem Erreichen dieses Kurses verpflichtet, führt dabei zu einem System fixierter Kurse.
2. Die Absicht der Vorschläge für ein kontrolliertes Floating besteht im wesentlichen darin, die Wechselkursentwicklung zu glätten und destabilisierende Zentralbankinterventionen zu unterbinden. Lediglich der OPTICA-Vorschlag zielt vor allem darauf ab, eine Abwertungs-Lohn-Preisspirale (circulus vitiosus) zu verhindern.
3. Im Zusammenhang mit der Glättung von Wechselkursschwankungen wurde in dieser Arbeit gezeigt, daß die traditionelle Theorie der Devisenmarktspekulation fehlerhaft ist, da sie den relativen Preis zweier Währungen (Wechselkurs) als relativen Preis zweier Stromgrößen und nicht als Preis zweier Bestandsgrößen auffaßt. Wendet man das Bestandskonzept an, so zeigt sich, daß Friedmans These, destabilisierende Spekulationen machten Verluste, nicht zutrifft. Dies gilt sowohl, wenn als Maßstab für destabilisierendes Verhalten die maximale Abweichung von einem "Normalkurs" (Mittelkurs) betrachtet wird, als auch, wenn man, wie Telser, die Gesamtabweichung vom Mittelkurs (Varianz) zugrundelegt.
4. Destabilisierende Interventionen erfordern, daß die Zentralbank ausländische Währung kauft, wenn deren Kurs steigt, und/oder verkauft, wenn deren Kurs fällt. Insofern lassen sich destabilisierende Interventionen bereits dadurch verhindern, daß nur LAW-Interventionen gestattet werden, nicht aber "aggressive" Interventionen. Allerdings sind nicht alle LAW-Interventionen kursstabilisierend. Ist eine Änderung des Wechselkurses nicht vorübergehend, sondern permanent, so haben LAW-Interventionen keinen stabilisierenden, sondern einen trendändernden Charakter.

5. Destabilisierende Interventionen können bereits durch ein Verbot "aggressiver" Interventionen im Rahmen einer LAW-Strategie verhindert werden. Ein Referenzkurskonzept hat daher nur dann einen Vorteil, wenn man in der Lage ist, einen Referenzkurs zu ermitteln, anhand dessen man zwischen vorübergehenden und permanenten Interventionen unterscheiden kann. Jedoch gewährleisten weder die vorgeschlagenen objektiven Indikatoren zur Ermittlung des Referenzkurses (Reserveänderung, Wechselkursentwicklung der Vergangenheit, Unterschiede in der Expansion des Geldangebots), noch eine subjektive Kurseinschätzung durch die Zentralbanken, daß der Referenzkurs "richtig" ist. Wird ein "falscher" Referenzkurs festgelegt, so sind sogar destabilisierende Zentralbankinterventionen nicht auszuschließen. Zudem kann die Bekanntgabe von Referenzkursen dazu führen, daß die Zentralbank unter öffentlichen Druck gerät, diese Kurse zu erreichen, auch wenn dadurch interne Stabilitätsziele gefährdet werden.
6. Der OPTICA-Vorschlag sieht vor, Wechselkursänderungen zu begrenzen, um eine Abwertungs-Lohn-Preisspirale zu verhindern. Da die beteiligten Länder dazu verpflichtet sind, den auf der Basis der Kaufkraftparität bestimmten Wechselkurs zu erreichen, ist dieses Konzept eher ein "crawling peg"-Vorschlag als ein Vorschlag für ein kontrolliertes Floating. Zu kritisieren sind an den OPTICA-Empfehlungen die zugrundeliegende Theorie des "circulus vitiosus", Mängel in der technischen Ausgestaltung, eine mögliche Behinderung realwirtschaftlicher Anpassungsprozesse, die Gefahr eines Konflikts mit internen Stabilitätszielen und eine eventuell resultierende Instabilität des internationalen Währungssystems.
7. Die vom Internationalen Währungsfonds im Jahre 1974 erlassenen Richtlinien für die Wechselkurspolitik von Ländern mit flexiblen Kursen und die im Jahre 1977 verabschiedeten Prinzipien für Länder mit festen sowie für Länder mit flexiblen Kursen zielen auf eine "strikte Überwachung" nationaler Wechselkurspolitik ab. Die vorgesehenen Regeln sind jedoch so vage gehalten, daß fast jede Wechselkurspolitik mit diesen Bestimmungen vereinbar ist. Die Richtlinien des Jahres 1974 sind im wesentlichen ein Referenzkurskonzept, obwohl sich dort auch LAW-Empfehlungen finden. Die einzige operational formulierte

Auflage besteht allerdings lediglich darin, mit dem IWF über den angestrebten Referenzkurs zu beraten. Die im Jahre 1977 verabschiedeten Prinzipien sind noch allgemeiner gefaßt und sehen ebenfalls lediglich Beratungen vor, wenn bestimmte Indikatoren dafür sprechen, daß ein Land unerlaubte Wechselkursmanipulationen betreibt. Bedenklich ist an diesen Indikatoren vor allem, daß möglicherweise bereits eine strikte Stabilisierungspolitik als regelwidrig eingestuft werden kann.

8. Da es kaum möglich ist, den "richtigen" Referenzkurs zu bestimmen, dürfte eine LAW-Regel, die "aggressive" Interventionen untersagt, einer Referenzkursregel vorzuziehen sein. Eine solche LAW-Regel verhindert allerdings nur eine Destabilisierung des Wechselkurses durch Devisenmarktinterventionen, nicht aber eine eventuelle Destabilisierung durch andere geldpolitische Maßnahmen, wie z. B. eine Offenmarktpolitik.

Weiterhin ist zu bedenken, daß eine Stabilisierung des Wechselkurses möglicherweise im Widerspruch zu internen Stabilitätszielen steht. Haben die internen Ziele Vorrang, so kann die zum Erreichen dieser Ziele erforderliche Geldpolitik nicht nur in Form von Devisenmarktinterventionen, sondern auch in Form von Offenmarktpolitik erfolgen. Die letztgenannte Strategie hat dabei sowohl für das Inland, als auch für das Ausland einen Vorteil. Der Vorteil für das Inland besteht darin, daß es keinen Münzgewinn an das Ausland weitergibt, was der Fall wäre, wenn es ausländische Währung erwerben würde. Für das Ausland besteht der Vorteil darin, daß die möglichen unerwünschten Auswirkungen einer inländischen Geldpolitik auf das ausländische Stabilitätsziel geringer sind, wenn diese Geldpolitik in Form von Offenmarktpolitik und nicht in Form von Devisenmarktinterventionen erfolgt<sup>1</sup>. Eine solche Strategie entspricht damit dem von Cooper (1977, S. 71) formulierten Leitprinzip "... that in their actions countries should not impose costs on other nations except when that is unavoidable from the nature of the problem being addressed". Die Schlußfolgerung, die sich daraus ergibt, ist, alle Devisenmarktinterventionen zu untersagen. Für die derzeit existierenden Bestände an Devisenreserven, die

---

<sup>1</sup> Vgl. Lehment (1978 a)

damit obsolet werden, wäre allerdings eine Übergangsregelung vorzusehen, die es gestattet, diese Reserven unter Notifizierung der betroffenen Zentralbanken auf dem Devisenmarkt zu veräußern<sup>1</sup>. Der Abbau der überschüssigen ausländischen Währungsbestände braucht allerdings nicht unbedingt über den Devisenmarkt zu laufen, sondern kann von den beteiligten Zentralbanken intern geregelt werden. Eine Möglichkeit wäre, daß die Zentralbanken der Reservewährungsländer, also insbesondere der USA, den anderen Zentralbanken einen Umtausch ihrer Währungsbestände in andere attraktive Anlagen anbieten, wie beispielsweise in langfristige wertgesicherte Staatsschuldtitel.

---

<sup>1</sup> Eine solche Regelung wird von Giersch (1977) empfohlen.

Literaturverzeichnis

- Basevi, Giorgio, Paul De Grauwe, Vicious and Virtuous Cycles - A Theoretical Analysis and a Policy Proposal for Managing Exchange Rates, International Economics Research Paper No. 10, Centrum voor Economische Studien, Katholieke Universiteit te Leuven, 1977.
- Basevi, Giorgio, Paul De Grauwe, Alfred Steinherr, The Dynamics of Intervention Rules in Foreign Exchange Markets, Paper presented at the Conference on "The Economics of Flexible Exchange Rates", Wien, 29 - 31. März 1978.
- Caves, Richard E., "The Welfare Economics of Controls on Capital Movements", in: Alexander K. Swoboda (Ed.), Capital Movements and their Control, Leiden, 1976, S. 31 - 46.
- Cohen, Benjamin J., "Zur Steuerung floatender Wechselkurse", Wirtschaftsdienst 1977, Heft 7.
- Cooper, Richard N., Prolegomena to the Choice of an International Monetary System, Center Paper No. 239, Economic Growth Center, Yale University, 1976.
- , "IMF-Surveillance over Exchange Rates", in: Robert A. Mundell und Jaques J. Polak (Ed.), The New International Monetary System, New York, 1977, S. 69 - 83.
- Cromer - Gruppe, "Three Steps towards European Monetary Harmonisation", The Times, 26. Juli 1976.
- Eastman, Harry, Stefan Stykolt, "Exchange Stabilisation in Canada, 1950 - 54", Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 22, 1956, S. 221 - 233.
- , "Exchange Stabilisation Once Again", Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 24, 1958, S. 266 - 272.
- Emminger, Otmar, On the Way to a New International Monetary Order, Foreign Affairs Studies 39, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington D. C., 1976.
- , "The Role of Monetary Policy Coordination to Attain Exchange Rate Stability", in: Robert A. Mundell und Jaques J. Polak (Ed.), The New International Monetary System, New York, 1977, S. 3 - 24.

- Ethier, Wilfred, Athur I. Bloomfield, The Management of Floating Exchange Rates, Paper delivered at the Conference on World Monetary Disorder, Pepperdine University, 23 - 25. Mai 1974.
- , Managing the Managed Float, Essays in International Finance No. 112, International Finance Section, Princeton University, 1975.
- Friedman, Milton, "The Case for Flexible Exchange Rates", in: derselbe, Essays in Positive Economics, Chicago 1953.
- Frenkel, Jacob A., International Reserves: Pegged Exchange Rates and Managed Float, Paper presented at the Conference on "The Economics of Flexible Exchange Rates", Wien, 29 - 31. März 1978.
- Fürstenberg, Reinhard, "Der Lernprozess dauert an. Wechselkurse und Exporte", Wirtschaftswoche 1977, Heft 36.
- Giersch, Herbert, A Discussion with Herbert Giersch, Current Problems of the West German Economy, 1976/77, AEI-Studies in Economic Policy, Washington D. C., 1976.
- , "IMF Surveillance over Exchange Rates", in: Robert A. Mundell und Jaques J. Polak (Ed.), The New International Monetary System, New York, 1977, S. 53 - 68.
- Haberler, Gottfried, "The Case against Capital Controls for Balance of Payments Reasons, in: Alexander K. Swoboda (Ed.), Capital Movements and Their Control, Leiden, 1976, S. 63 - 82.
- , "The International Monetary System after Jamaica", Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 113, S. 1 - 30.
- Internationaler Währungsfonds, Annual Report, Washington, 1974 und 1977.
- , Proposed Second Amendment to the Articles of Agreement of the International Monetary Fund, A Report by the Executive Directors to the Board of Governors, Washington, 1976.
- Kenen, Peter B., "Floats, Glides and Indicators; A Comparison of Methods for Changing Exchange Rates", Journal of International Money and Economics, Vol. 5, 1975, S. 107 - 151.
- Keynes, John Maynard, The Economic Consequences of Mr. Churchill, London, 1925.

- Kindleberger, Charles P., "Exchange Stabilisation Further Considered: A Comment", Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 23, 1957, S. 408.
- Kolm, Serge-Christophe, "Pour un "serpent" reel", Le Monde, 3. April 1976.
- Konrad, Anton, "Die Wechselkurspolitik der IWF nach Jamaika", Wirtschaftsdienst, 1977, Heft 9.
- Lehment, Harmen, Exchange-Market Interventions and Open-Market Policies as Instruments of Active Employment Policy under Flexible Exchange Rates, Paper presented at the Conference on "The Economics of Flexible Exchange Rates", Wien, 29 - 31. März 1978 (a).
- , Some Aspects of International Indebtedness and the Efficiency of International Capital Markets, in: Herbert Giersch (Ed.), Unemployment and Capital Shortage in the World Economy, Tübingen 1978 (b), erscheint demnächst.
- , Einige Überlegungen zum Problem des "managed floating", Kieler Arbeitspapier Nr. 69, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, April 1978 (c).
- Machlup, Fritz, Der Außenwert des Dollars. Zum Problem der Unterbewertung und Überbewertung einer Währung auf den Devisenmärkten, Kieler Vorträge, Tübingen, 1974.
- Mikesell, Raymond F., Henry N. Goldstein, Rules for a Floating-Rate Regime, Essays in International Finance No. 109, International Finance Section, Princeton University, 1975.
- Oort, Coenraad J., "Exchange Rate Policy in the European Communities", Common Market Law Review, Vol. 20, 1976, S. 301 - 314.
- , Managed Floating in the European Community, Paper presented at the AEI-Georgetown University conference on US-European Monetary Relations", Washington D. C., 17 - 18. März 1977.
- Optica - Report 1976, ~~Inflation and Exchange Rates~~ Evidence and Policy Guidelines for the European Community, Brüssel.
- Plumptre, A.F. Wynne, Exchange Rate Policy with Canada's Floating Rate, Essays in International Finance No. 81, International Finance Section, Princeton University, 1970.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1966/67, Stuttgart und Mainz.

---, Jahresgutachten 1976/77, Stuttgart und Mainz.

Scharer, Hans-Eckart, "Der OPTICA-Vorschlag für ein EG-Wechselkursystem", Wirtschaftsdienst, 1977, Heft 7, S. 327 - 331.

Sohmen, Egon, Flexible Exchange Rates, Revised Edition, Chicago and London 1969.

Suss, Ester C., "A Note on Reserve Use under Alternative Exchange-Rate Regimes", IMF-Staff Papers, Vol. 23, 1976, S. 387 - 394.

Stern, Robert, The Balance of Payments: Theory and Economic Policy, Chicago, 1973.

Telser, Lester G., "A Theory of Speculation Relating Profitability and Stability", Review of Economics and Statistics, Vol. 41, 1959, S. 295 - 301.

Tosini, Paula A., Leaning against the Wind: A Standard for Managed Floating, Essays in International Finance No. 126, International Finance Section, Princeton University, 1977.

Underwood, Trevor G., "Analysis of Proposals for Using Objective Indicators as a Guide to Exchange Rate Changes", IMF Staff Papers, Vol. 20, 1973, S. 100 - 117.

Vaubel, Roland, Next Steps in European Monetary Integration: OPTICA 1975 and OPTICA 1976, Paper presented at the AEJ-Georgetown University Conference on "US-European Monetary Relations", Washington D. C., 17 - 18. März 1977.

Willett, Thomas, The Evolving Exchange Rate Mechanism and Its Control, Paper presented at the AEI-Georgetown University Conference on "US-European Monetary Relations, Washington D. C., 17 - 18. März 1977.

Williamson, John, "The Future Exchange Rate Regime", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Vol. 113, 1975, S. 127-144.

Wonnacott, Paul, "Exchange Stabilisation in Canada 1950 - 4: A Comment", The Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 24, 1958, S. 262 - 265.

---, The Canadian Dollar 1948 - 1962, Toronto, 1965.