

# Wechselkursatheorien und Wirtschaftspolitik

Von Peter Bofinger, Stuttgart

## I. Der Befund

Es ist heute kaum noch strittig, daß sich in den Jahren 1984/85 ein erhebliches „misalignment“ des Dollarkurses entwickelt hat – im Sinne einer “persistent departure of the exchange rate from its long-run equilibrium level” (*Williamson*, 1983, S. 10).<sup>1</sup> Bei aller Ungenauigkeit, mit der jeder Versuch behaftet ist, einen Gleichgewichtswechsellkurs zu ermitteln, geben sowohl die Entwicklung der amerikanischen Leistungsbilanz als auch des realen Wechselkurses des Dollar einen eindeutigen Beleg für diesen Befund ab (Schaubild). Der reale Dollarkurs liegt im Dezember 1985 auch nach seinem starken Kurseinbruch noch um 25 vH höher als zu Beginn der achtziger Jahre und um 5 vH über dem Niveau vom 1. Quartal 1973, dem Endzeitpunkt des Systems von Bretton Woods, das nicht zuletzt aufgrund der damaligen Überbewertung des Dollar zusammengebrochen ist.

Die Fehlentwicklung des Dollar wurde mit der Erklärung der Fünfer-Gruppe vom 22. September 1985 nun auch von den amerikanischen Währungsbehörden anerkannt, die bis dahin lange Zeit die Philosophie vertreten hatten, niemand könne eine bessere Vorstellung vom „richtigen“ Wechselkurs haben als der Markt:<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Zu den Konzepten zur Beurteilung der Überbewertung einer Währung siehe *Frankel* (1985), der sich für eine an den allokativen Implikationen der Wechselkursentwicklung orientierte Vorgehensweise ausspricht. Nach Ansicht von *Bergsten* (1985) ist der Dollar auch nach der im September 1985 erfolgten Kurskorrektur noch immer um 25 bis 30 vH überbewertet.

<sup>2</sup> Siehe dazu auch *L. Thurow* (1985), S. 7: “Anyone who believes in gravity and watches water run uphill has a fundamental problem. Facts are difficult to deal with when they conflict with theory. Before changing theories, most human beings will spend long periods of time pretending that the facts don’t exist. For believers in the virtues of free unregulated markets, such as the Reagan administration it is simply impossible to have a persistently overvalued dollar. Free markets can’t produce bad results. Yet the dollar is grossly overvalued destroying American industry and agriculture. Water is running uphill.” *Szasz* (1985), S. 12, stellt dazu fest: “Apparently, what is more or less generally accepted in the smaller economies also applies to the largest and relatively closed one: the exchange rate is not just another price”.

“Ministers and Governors were of the view that recent shifts in fundamental economic conditions among their countries, together with policy commitments for the future, have not been reflected fully in the exchange markets”.<sup>3</sup>

Es ist ebenfalls kaum noch strittig, daß „misalignments“ von Wechselkursen zu erheblichen Beeinträchtigungen des weltweiten Allokationsprozesses führen. In den Worten des Berichts der Zehner-Gruppe über “The Functioning of the International Monetary System” vom Juni 1985, Tz. 17:

“... large movements in real exchange rates may lead to patterns of international transactions that are unlikely to be sustainable and that can pose difficult problems for domestic economies, involving a risk of protectionist pressures building up and resources being misallocated. If these movements are subsequently reversed, a further disruption of trade and investment may result over the medium term”.<sup>4</sup>

Es ist schließlich – trotz dieser offenkundigen Anomalien des Systems flexibler Wechselkurse – ebenfalls kaum strittig, daß eine Rückkehr zu weltweit festen Wechselkursen nicht als eine Alternative zur gegenwärtigen Währungsordnung in Betracht gezogen werden soll. So stellte die Zehner-Gruppe in demselben Bericht (Tz. 23) ganz deutlich fest:

“In the view of the large majority of the Deputies, the adoption of alternatives to a system based on the floating of the key currencies is unrealistic under current and foreseeable circumstances”.<sup>5</sup>

Allerdings hat die Erklärung der Fünfer-Gruppe erstmals das Interesse der großen Industrieländer, insbesondere der Vereinigten Staaten, zum Ausdruck gebracht, dem „misalignment“ durch eine gemeinsame Strategie entgegenzuwirken:

“They (die Minister und Notenbankpräsidenten; PB) believe that agreed policy actions must be implemented and reinforced to improve the fundamentals further, and that in view of the present and prospective changes in fundamentals, some further orderly appreciation of the main non-dollar currencies against the dollar is desirable. They stand ready to cooperate more closely to encourage this when to do so would be helpful.” (Tz. 18)

---

<sup>3</sup> Announcement of the Ministers of Finance and Central Bank Governors of France, Germany, Japan, the United Kingdom and the United States, New York, September 22, 1985. Abgedruckt in Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 62 vom 23. September 1985, S. 1 ff.

<sup>4</sup> Ähnlich Pöhl (1985), S. 2, der von der Gefahr spricht, „daß sich unternehmerische Marktstrategien und Investitionsentscheidungen an falschen Wechselkursrelationen ausrichten. Kehrt sich der Wechselkurs, wenn auch erst nach längerer Zeit wieder um, könnte dies Anpassungszwänge entstehen lassen, die beschäftigungsdämpfend wirken und letztendlich Ausdruck einer wechsellkursbedingten Fehlallokation volkswirtschaftlicher Ressourcen darstellen.“ Ebenso OECD (1985), S. 12 und L. Thurrow (1985), S. 7.

<sup>5</sup> Diese Sichtweise wird auch von der „herrschenden Meinung“ der Wissenschaft uneingeschränkt geteilt. Siehe dazu beispielsweise Dornbusch (1985), S. 49.

Diese Bereitschaft der Wirtschaftspolitiker zur währungspolitischen Kooperation führt auf die zentrale Fragestellung dieses Beitrags. Sie lautet: „Welche optimale wirtschaftspolitische Strategie läßt sich aus den vorherrschenden Währungstheorien ableiten, wenn man

- zum einen ein bestehendes „misalignment“ abbauen will, sei es durch Devisenmarktinterventionen, allgemein geldpolitische oder auch sonstige wirtschaftspolitische Maßnahmen, und wenn man
- zum anderen in einem System flexibler Wechselkurse in Zukunft dafür Sorge tragen will, daß solche Fehlentwicklungen unterbleiben?“

Dazu ist es erforderlich, die heute gängigen Wechselkursatheorien zumindest in groben Zügen zu präsentieren.<sup>6</sup> Die daraus zu entwickelnden Handlungsanweisungen lassen sich vor allem dadurch bewerten, daß man nach der Prognosequalität des jeweils zugrundeliegenden Modells fragt. Im Rahmen dieser Arbeit kann dabei auf eigene ökonometrische Schätzungen verzichtet werden, zum einen deshalb, weil sich für die wichtigsten Ansätze eine Vielzahl weitgehend übereinstimmender empirischer Arbeiten finden läßt. Im übrigen kann man häufig auch schon durch die Gegenüberstellung einzelner Zeitreihen zeigen, daß bereits vom Vorzeichen her der jeweiligen Theorie widersprechende Ergebnisse vorliegen.

## **II. Bausteine moderner Wechselkursatheorien**

Trotz ihrer Vielfalt lassen sich die modernen Wechselkursatheorien meist auf zwei wesentliche Theoriebausteine zurückführen:

- die Kaufkraftparitäten, die im Kern auf der internationalen Arbitrage von Gütern beruht, und
- die Zinsparitätentheorie, die im Kern auf der internationalen Arbitrage von Geldvermögenstiteln unterschiedlicher Währungsdenomination beruht.

Beide Theoriebausteine sind schon für sich genommen eigenständige Theorien der Wechselkursdetermination, aufgrund derer sich wirtschaftspolitische Handlungsanweisungen ableiten lassen.

### *1. Die Kaufkraftparitätentheorie (KKP)*

Die KKP, die Anfang der siebziger Jahre die theoretische Basis für den Übergang zu flexiblen Kursen gebildet hatte, ist auch heute noch eine der bekanntesten Währungstheorien. Und zur Beurteilung von „misalignments“

gibt es bis heute kaum eine Alternative zur KKP. Die KKP wird meist in ihrer sogenannten relativen Form<sup>7</sup> verwendet, wonach Veränderungen des Wechselkurses mit Unterschieden in den nationalen Inflationsraten erklärt werden. Als Modellbaustein in komplexeren Währungstheorien wird die KKP entweder als ein kurzfristiger oder als langfristiger Zusammenhang verwendet.

Im Prinzip läßt sich mit der KKP eine klare Handlungsanweisung zur Vermeidung von „misalignments“ in der Zukunft ableiten: Die Inflationsraten in den beteiligten Ländern müssen möglichst geringe Unterschiede aufweisen.<sup>8</sup> Dann müßte es auch ohne Devisenmarktinterventionen der Notenbanken dazu kommen, daß sich flexible Wechselkurse stabil verhalten. Hierfür läßt sich jedoch in der Empirie keinerlei Begründung finden. Ein Blick auf die Inflationsraten der wichtigsten Reservewährungsländer (Tabelle 1) zeigt, daß die Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten, in Japan, der Bundesrepublik und der Schweiz bereits seit einigen Jahren annähernd parallel verläuft – auf einem zugleich sehr flachen Expansionspfad. Insoweit ist dann C. Köhler (1985), S. 268, zuzustimmen, wenn er feststellt:

„Allein Preisniveaustabilität garantiert noch keine festen Währungsverhältnisse“.

Dies besagt nichts anderes, als daß die KKP durch das Auftreten von „misalignments“ ganz erheblich an Aussagekraft verloren hat. In den Worten von R. Dornbusch (1983 a), S. 80:

“The dismissal of purchasing power parity that now has become well established is one of the most important insights we have gained from the ten-year experience with floating rates and from more thoughtful review of earlier episodes.”<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> Eine ausführliche Darstellung findet man beispielsweise bei *Baltensberger / Böhm* (1982) oder bei OECD (1985). Ebenso werden dort umfassende Literaturhinweise gegeben.

<sup>7</sup> Eine ausführliche Darstellung der KKP findet man beispielsweise bei *Officer* (1976).

<sup>8</sup> So *Niehans* (1984), S. 62: „Heute haben führende Industrieländer nach zwei Jahrzehnten der Inflation zum erstenmal wieder eine Chance, zu stabilen Preisen zurückzufinden. Wenn sie diese Chance wahrnehmen, wird sich wahrscheinlich um den Dollar wieder ein Währungsraum mit festen Wechselkursen herausbilden“.

<sup>9</sup> Ebenso OECD (1985), S. 129 ff. und *Bilson* (1985), S. 62. Es ist nicht auszuschließen, daß die KKP in den letzten Jahren vor allem deshalb versagte, weil sich die Unterschiede in den nationalen Inflationsraten erheblich vermindert haben. Dies ergibt sich daraus, daß die KKP in erster Linie für Perioden mit erheblichen Inflationsratenunterschieden entwickelt worden ist. Siehe dazu *Baltensberger* und *Böhm* (1982), S. 20 f. In einem Umfeld mit sehr niedrigen und wenig auseinanderliegenden Inflationsraten muß man damit rechnen, daß nicht-monetäre Faktoren bei der Determination des Wechselkurses in den Vordergrund rücken, die dann die Erklärungskraft der KKP erheblich beeinträchtigen. In diesem Sinne äußern sich auch *Frenkel* und *Mussa* (1985), S. 739.

Vor diesem Hintergrund eignet sich die KKP auch kaum als Handlungsanweisung für den Abbau eines bestehenden „misalignment“. Zwar ließe sich daraus vom Prinzip her zum einen eine aktive Strategie ableiten, die darauf hinausliefe, den Preisanstieg in den Vereinigten Staaten zu verstärken und/oder den Preisanstieg in den übrigen Ländern zu vermindern. Und zum anderen könnte man auf der Basis der KKP auch für eine passive Linie der Wirtschaftspolitik werben, da sich – beim Vertrauen auf ihre langfristige Gültigkeit – letztlich doch der Gleichgewichtswechselkurs am Markt durchsetzen müßte. Gegen die aktive Strategie spricht die damit verbundene erhebliche Beeinträchtigung binnenwirtschaftlicher Ziele – ohne verlässliche Erfolgsaussichten auf eine Korrektur des Dollarkurses. Und eine passive Haltung gegenüber dem „misalignment“ geht das Risiko ein, daß der aufgrund der KKP „in the long run“ eventuell zu erwartende Korrekturprozeß erst dann einsetzt, wenn bereits protektionistische Maßnahmen ergriffen worden sind.

**Tabelle 1: Inflationsraten**

(Veränderung des Preisindex für die Lebenshaltung in v. H. gegenüber Vorjahr)

	USA	Groß-brit.	Japan	Schweiz	Frankreich	Italien	Bundesrepublik
1980	13,5	18,0	8,0	4,0	13,5	21,2	5,4
1981	10,3	11,9	4,9	6,5	13,3	17,8	6,3
1982	6,2	8,6	2,6	5,7	12,0	16,4	5,3
1983	3,2	4,6	1,8	2,9	9,5	14,7	3,3
1984	4,3	5,0	2,3	2,9	7,7	10,8	2,4
1985	3,2	5,9	1,7	3,0	5,3	9,1	1,8
	Sep.	Sep.	Sep.	Okt.	Sep.	Sep.	Okt.

Quelle: OECD.

## 2. Die Zinsparitätentheorie

Die bei der Anwendung der KKP in den siebziger Jahren auftretenden Anomalien führten dazu, daß ein Theoriebaustein der Wechselkursdetermination in den Vordergrund rückte, bei dem die internationale Arbitrage von Finanzaktiva im Mittelpunkt steht: Die Zinsparitätentheorie, die – als eigenständige Theorie verwendet – auch als „Finanzmarktansatz“ oder eine der Versionen des „Finanzmarktansatzes“ bezeichnet wird.<sup>10</sup> Im Kern handelt es sich dabei nicht um eine „Theorie“ des Wechselkurses als vielmehr

um die Gleichgewichtsbedingung eines Bestandhaltgleichgewichts für Geldvermögensaktiva unterschiedlicher Währungsdenomination. Sie lautet:

$$e = e^* \cdot \frac{(1 + i_a)}{(1 + i)},$$

wobei  $e$  den Kassakurs darstellt,  $e^*$  den erwarteten Kassakurs,  $i$  den Inlandszins und  $i_a$  den Auslandszins. Dieses Gleichgewicht ist dadurch gekennzeichnet, daß für Spekulanten keinerlei gewinnbringende Arbitragemöglichkeiten bestehen; sie sind daher indifferent zwischen Aktiva (gleicher Laufzeit), die auf die heimische Währung und auf die fremde Währung lauten.

Um aus dieser Gleichgewichtsbedingung eine Theorie des Wechselkurses abzuleiten, kann man zum einen den erwarteten Kassakurs exogen festlegen. Die Wechselkursentwicklung wird dann ausschließlich von den Veränderungen der Zinsdifferenz determiniert. Unter dieser Annahme ergibt sich zum Abbau eines „misalignment“ eine Strategie niedrigerer Zinsen in den Vereinigten Staaten und höherer Zinsen in den übrigen Ländern.<sup>11</sup> Diese Strategie könnte zum einen von seiten der Geldpolitik angestrebt werden. Das würde dann tendenziell zu einer deflationären Politik in Europa und Japan und einer inflationären Politik in den USA führen – eine unter binnenwirtschaftlichen Gesichtspunkten wenig attraktive Lösung. Ein Abbau des amerikanischen Zinsvorsprungs könnte aber auch durch eine Rückführung des Defizits im US-Bundeshaushalt erreicht werden, was in der Erklärung der Fünfer-Gruppe von amerikanischer Seite zugesagt worden ist. Diese Strategie müßte für die Vereinigten Staaten auch unter binnenwirtschaftlichen Gesichtspunkten vertretbar sein.

Allerdings darf man sich von einem geringeren Zinsvorsprung des Dollar nicht ohne weiteres eine Höherbewertung der übrigen Währungen versprechen, da der empirische Zusammenhang zwischen Zinsdifferenzen und

<sup>10</sup> Die Terminologie ist hier sehr uneinheitlich. *Filc* (1985), S. 47f. spricht von der „internationalen Zinsgleichung“ und vom „Finanzmarktansatz des Wechselkurses“. *Baltensberger* und *Böhm* bezeichnen den in der Gleichung dargestellten Zusammenhang als „eine der einfachsten und bekanntesten Versionen des Finanzmarktansatzes“. *McKinnon* (1981), S. 548, verwendet dafür die Bezeichnung „Fisher-Open“-Theorie.

<sup>11</sup> Eine solche Strategie einer expansiveren Geldpolitik wird derzeit unter anderem von *Bergsten* (1985), S. 2, für die Vereinigten Staaten vorgeschlagen: „Es liegt auf der Hand, daß Verschiebungen im Zinsgefüge einen deutlichen Einfluß auf das Marktgeschehen haben, und daß weitere Erleichterungen in den USA diesen Prozeß noch fördern könnten.“

Wechselkursen nur wenig verlässlich ist: So ging beispielsweise die starke Abwertung des Dollar in den Jahren 1977/78 mit einem zunehmenden Zinsvorsprung der amerikanischen Währung einher. Und die OECD stellt nach einer Zusammenstellung verschiedener ökonomischer Studien fest, "that both correlations have been in evidence, and that the positive association (d.h. ein größerer Zinsvorsprung führt zur Aufwertung der höherverzinslichen Währung; PB) – which is the more pertinent to many policy considerations – has been difficult to disentangle and quantify."<sup>12</sup> Diese gegensätzlichen Ergebnisse bedeuten nun jedoch nicht, daß die Zinsparitätentheorie als solche widerlegt ist. Sie zeigen lediglich, wie problematisch es ist, in Zeiten starker Wechselkursschwankungen mit der Annahme eines konstanten erwarteten Wechselkurses zu arbeiten. Für die Währungspolitik in Europa und Japan ergibt sich daraus, daß eine unter binnenwirtschaftlichen Aspekten unerwünschte Zinssteigerungstendenz nicht ohne weiteres und in jeder Situation dazu geeignet ist, einen wirksamen und zuverlässigen Beitrag zum Abbau des Dollar-misalignment zu leisten. Für die Wirtschaftspolitik in den Vereinigten Staaten weist die Zinsparitätentheorie immerhin eine Chance, über einen auch binnenwirtschaftlich erforderlichen Defizitabbau und eine damit einhergehende Zinssenkung die Überbewertung des Dollar zu vermindern.

Die andere Seite der Zinsparitätentheorie stellt sich dar, wenn man die Zinsdifferenzen exogen festlegt. Der aktuelle Wechselkurs wird dann ausschließlich durch die Erwartungen über den zukünftigen Wechselkurs determiniert. Dieses Vorgehen bringt es allerdings mit sich, daß die Prognosekraft des Ansatzes ganz erheblich reduziert wird. Es ist völlig zutreffend wenn *Filc* (1985), S. 49 feststellt: „Der Finanzmarktansatz des Wechselkurses hat noch wenig präzisen theoretischen und empirischen Gehalt. So gibt es nahezu nichts, was nicht geeignet wäre, Wechselkursänderungserwartungen auszulösen.“

Allerdings ist es fraglich, ob man sich auch der Schlußfolgerung anschließen sollte, die *Filc* aus dieser Erkenntnis zieht: „Eine Theorie, die sich auf diese Weise der empirischen Prüfung entzieht, ist für die Wirtschaftspolitik unbrauchbar.“<sup>13</sup> *Filc* ist zwar zuzustimmen, daß sich der auf die Wechselkursänderungserwartungen ausgerichtete Finanzmarktansatz nicht dazu eignet, operationale Handlungsanweisungen für die Wirtschaftspolitik abzuleiten. Geht man jedoch mit einem etwas bescheidenerem Anspruch an

---

<sup>12</sup> OECD (1985), S. 134. Ebenso *Mulford* (1985), S. 2: "... the facts do not demonstrate a strong and consistent relationship between the strength of the dollar and interest rate developments over the period of the dollar strength as a whole."

<sup>13</sup> *Filc* (1985), S. 49.

diesen Ansatz heran, dann weist er den nicht zu unterschätzenden Vorzug auf, daß er von einer soliden mikroökonomischen Basis aus die für die Determination von Wechselkursen relevanten Faktoren erkennen läßt.

Für die Wirtschaftspolitik ergibt sich von daher immer dann ein eindeutiger Ansatzpunkt zum Abbau eines „misalignment“, wenn man unterstellen kann, daß an den Märkten Erwartungsstörungen vorliegen, die zu einer Abweichung des Wechselkurses von dem Niveau führen, das sich bei einer „rationalen“ Erwartungsbildung (auf der Basis des „wahren Modells“ und bei Berücksichtigung sämtlicher Informationen über die „richtigen“ Fundamentalfaktoren des Wechselkurses) ergeben hätte. Solche Erwartungsstörungen werden von *Dornbusch* (1983), S. 18 ff. wie folgt klassifiziert:

- Erwartungsbildung aufgrund irrelevanter Informationen, weil ein „falsches Modell“ verwendet wird: “Exchange rates carried by irrelevant beliefs are troublesome, not only because of the excess variance but also because shifting from one irrelevant factor to another will precipitate major exchange rate collapses.”<sup>14</sup>
- Erwartungsbildung auf der Basis erwarteter Fundamentalfaktoren, die nicht mit der von der Wirtschaftspolitik angestrebten Entwicklung dieser Faktoren übereinstimmen.
- Erwartungsbildung auf der Basis vom Markt von Seifenblasen („bubbles“). Die Marktteilnehmer sind zwar davon überzeugt, daß der Wechselkurs in Anbetracht der Fundamentalfaktoren überbewertet ist. Sie halten jedoch das Risiko eines Kurseinbruchs während der von ihnen geplanten Bestandshalteperiode für gering.

Kann man solche Erwartungsstörungen diagnostizieren, dann besteht für die Wirtschaftspolitik ein eindeutiger Handlungsspielraum und Handlungsbedarf: Sie hat den fehlgeleiteten Märkten klare Signale zu setzen, damit die „richtigen“ Fundamentalfaktoren und das „wahre Modell“ wieder ins Zentrum der Erwartungsbildung rücken.<sup>15</sup> Vor diesem Hintergrund erweist sich die Deklaration der „Fünfer-Gruppe“ als eine angemessene Maßnahme, deren Signalcharakter die Märkte zumindest vorübergehend überzeugt hat. Eine ähnlich demonstrative Maßnahme war die Erklärung des amerikanischen Präsidenten *Carter* vom 1. November 1978, durch die der damalige Kursverfall des Dollar unmittelbar und nachhaltig gestoppt wurde. Es ist

---

<sup>14</sup> *Dornbusch* (1983), S. 19.

<sup>15</sup> Dies setzt allerdings voraus, daß die Wirtschaftspolitiker über ein besseres Verhältnis der makroökonomischen Zusammenhänge und über bessere Kenntnisse der aktuellen und erwarteten makroökonomischen Daten verfügen als die einzelnen Marktteilnehmer. Beide Annahmen erscheinen als durchaus realistisch.



wohl unzweifelhaft, daß mit solchen demonstrativen Maßnahmen ein zumindest temporärer Beitrag zum Abbau eines „misalignment“ geleistet werden kann. Es bleibt jedoch zu fragen, was die Wirtschaftspolitik dazu beitragen kann, daß auch längerfristig Erwartungsstörungen unterbleiben, um auf diese Weise „pro futuro“ das Entstehen von „misalignments“ verhindern zu können. Eine heute weitverbreitete Sichtweise kann man dazu in einer Studie des Internationalen Währungsfonds finden:

“As emphasized earlier it is by now widely accepted that floating exchange rates would show less volatility if a from anchor could be established for medium-term and long-term private sector expectations about exchange rates. The case for stressing the implementation of stable, credible and balanced policies is simply that, quite apart from their favorable impact on domestic economic objectives, these policies are the single most important ingredient in generating such a stable anchor for exchange rate expectations.”<sup>16</sup>

Im Rahmen des Finanzmarktansatzes ist dies sicherlich der einzige Weg, über den man in einem System flexibler Wechselkurse versuchen kann, zur Erwartungsstabilisierung und damit auch zur Vermeidung von „misalignments“ beizutragen. Allerdings muß man sich dabei der Tatsache bewußt sein, daß es an zweifelsfreien Kriterien fehlt, mittels derer die Märkte beurteilen könnten, ob die Wirtschaftspolitik in allen Schlüsselwährungsländern gleichzeitig „stable, credible and balanced“ ist. In einer Studie der Federal Reserve Bank of New York wird dazu festgestellt:

“... the empirical context of this type of assertion is virtually impossible to determine since there are no theories or models with stable relationships that can adequately explain exchange rate movements. Therefore, one cannot quantify, let alone implement, the notion that ‘stable’ policies would eliminate or substantially reduce exchange rate volatility.”<sup>17</sup>

Diese Problematik zeigt sich, wenn man die Handlungsanweisung des IWF auf die aktuelle Situation überträgt. Überblickt man die Fundamentalfaktoren in den Schlüsselwährungsländern, dann fällt vor allem das Haushaltsdefizit der Vereinigten Staaten aus dem Rahmen einer „stable, credible and balanced“ Wirtschaftspolitik. Ein Abbau der amerikanischen Neuverschuldung müßte dann also dazu beitragen, daß das „misalignment“ des Dollar behoben wird. Es besteht jedoch – wie schon bei der Rolle der Zinsdifferenzen erwähnt –, kein zuverlässiger theoretischer Zusammenhang zwischen der Höhe der Neuverschuldung eines Landes und dessen Wechselkurs.

Was die direkte makroökonomische Wirkungskette angeht, so ist *McKinon* (1985), S. 6, zuzustimmen, wenn er ganz allgemein feststellt:

<sup>16</sup> International Monetary Fund (1984), S. 52; ebenso *Dornbusch* (1983), S. 20.

<sup>17</sup> *Akhtar* und *Hilton* (1984), S. 8.

“That there is no necessary relationship between fiscal deficits and movements in nominal exchange rates can be seen from another angle. After all, few would claim that the large dollar depreciations of the 1970s were caused by American budgetary surpluses. Indeed, the U.S. ran fiscal deficits – albeit much smaller – in those years. The large fiscal deficits in France after *Mitterand* came into power in 1981 seemed to weaken the franc rather than strengthen it.”

Auch wenn man gemäß der „crowding-out“-Hypothese unterstellt, daß eine geringere Neuverschuldung mit einer Zinssenkungstendenz in den Vereinigten Staaten einhergeht, bleibt es wegen der geringen Korrelation zwischen Zinsdifferenzen und Wechselkursentwicklung dabei, daß “even resolute action by the American government to eliminate its unsustainable fiscal deficit need not bring the Dollar down in the foreign exchange markets – although it probably would.”<sup>18</sup> Diese Erwägung gilt vor allem dann, wenn eine Defizitsenkung das Vertrauen der Anleger in die amerikanische Wirtschaft und Währung möglicherweise wieder erhöhte, so daß dann ein geringerer Zinsvorsprung des Dollar verbunden mit einer Aufwertung des erwarteten Kassakurses zu einem unveränderten tatsächlichen Kassakurs führt. Die Stabilisierung der Erwartungen durch einen Abbau des Defizits im US-Bundeshaushalt kann also nur insoweit gelingen, als die Mehrheit der Marktteilnehmer davon ausgeht, daß sich ein theoretisch und empirisch nicht gesicherter Wirkungsmechanismus gleichwohl durchzusetzen vermag.

Die Gesamtbeurteilung des Finanzmarktansatzes als Grundlage für die Währungspolitik schwankt zwangsläufig zwischen zwei Extremen. Auf der einen Seite weist er aufgrund seiner mikroökonomischen Fundierung eine der ganz wenigen sehr verlässlichen Orientierungen für die Wirtschaftspolitik in einem System flexibler Wechselkurse auf. Er verdeutlicht, daß die Erwartungen der Marktteilnehmer zu einer eigenständigen Größe für die Determination des Wechselkurses werden können, die wegen der geringen Aussagekraft der konkurrierenden makroökonomischen Wechselkursatheorien<sup>19</sup> geradezu zwangsläufig zu Entwicklungen der Wechselkurse führen müssen, die der einen oder anderen Theorie zuwiderlaufen und insoweit als „irrational“ eingestuft werden können. Der Finanzmarktansatz zeigt somit, wie wichtig es ist, daß die Notenbanken über ein klares Konzept der zugrundeliegenden Wirkungszusammenhänge eines Systems flexibler Kurse verfügen, und daß sie diese dem Devisenmarkt – wenn es aus ihrer Sicht zu Erwartungsstörungen kommt – auch verdeutlichen. Auf der anderen Seite leidet die Qualität des Finanzmarktansatzes vor allem darunter, daß er sich

---

<sup>18</sup> *McKinnon* (1985b), S. 6, *Blanchard* und *Dornbusch* (1984), S. 111, haben für die asymmetrischen Auswirkungen des US-Defizits auf den Dollar – verglichen mit den Erfahrungen anderer Länder – die Bezeichnung „Dr. Gleske's asymmetry“ geprägt.

<sup>19</sup> Siehe dazu die Ausführungen im folgenden Abschnitt.

wegen des nicht sehr verlässlichen Zusammenhangs zwischen Zinsdifferenzen und Wechselkursen kaum in eine operationale Handlungsanweisung für die Wirtschaftspolitik umsetzen läßt.

### III. Moderne Währungstheorien

Es wird zu zeigen sein, daß sich die meisten der heute gängigen Wechselkursstheorien aus einer Kombination von Varianten der Kaufkraftparitätentheorie und von Varianten des Finanzmarktansatzes darstellen lassen. Eine Ausnahme bildet lediglich die makroökonomische Portfoliotheorie des Wechselkurses von *Filc* (1982 und 1985).

Was die Kaufkraftparitätentheorie angeht, so lassen sich die modernen Währungstheorien danach unterscheiden, ob sie diese als eine kurzfristige und langfristige Norm oder allenfalls als eine langfristige Norm verwenden. Bei der Anwendung des Finanzmarktsatzes differieren die Modelle insoweit, als er häufig in seiner reinen Form in die Modellstruktur Eingang findet; in einigen Modellen kommt es aber auch dazu, daß die Grundgleichung um eine sogenannte Risikoprämie ergänzt wird. Somit lassen sich vier Modelltypen konstruieren.<sup>20</sup>

		Kaufkraftparitätentheorie	
		kurz- und langfristig	langfristig
Zinsparitäten- theorie	in Reinform	einfacher monetärer Ansatz	monetärer Ansatz bei inflexiblen Kursen <sup>a)</sup>
	plus Risiko- prämie	Portfolio-Balance-Ansatz I	Portfolio-Balance-Ansatz II

a) „Dornbusch-Modell.“

#### 1. Einfacher monetärer Ansatz bei flexiblen Preisen

Der einfache monetäre Ansatz, der vor allem auf Arbeiten von *Mussa* (1976) und *Frenkel* (1976) zurückgeht, kombiniert die kurzfristige Variante

<sup>20</sup> Eine ähnliche Darstellung findet man bei *Dornbusch* (1985), S. 32.

der KKP mit dem Finanzmarktansatz in seiner reinen Form. Aufgrund der Annahme völlig flexibler Preise und der Konzentration auf die nationalen Geldnachfragefunktionen kommt dem Finanzmarktansatz in dieser Wechselkursatheorie nur eine Nebenrolle zu. Im Zentrum steht die KKP, die dadurch erweitert wird, daß die Geldmenge die Preisentwicklung determiniert. Der Wechselkurs wird so zum „relative price of two monies“ (Bilson, 1979, S. 202). Die KKP sorgt in diesem Ansatz dafür, daß sich monetäre Störungen, die zu Preiserhöhungen führen, unmittelbar auf den Wechselkurs auswirken. Ein eigenständiger Einfluß des Finanzmarktansatzes auf den Wechselkurs ist nicht möglich, da vom Geldangebot ausgehende Störungen des nationalen Geldmarktes nicht über den Zins, sondern stets über Preiseffekte ausgeglichen werden.

Eine auf diesem Konzept aufbauende wirtschaftspolitische Strategie zum Abbau eines „misalignment“ wird seit einiger Zeit von *McKinnon* (1984, 1985 a und 1985 b) propagiert, bei der Zielzonen für den DM/Dollar-Kurs (2,10 DM - 2,30 DM) und den Yen/Dollar-Kurs (200 Yen - 220 Yen) im Mittelpunkt stehen.<sup>21</sup> Um diese Zielzonen zu erreichen, sollen die beteiligten Notenbanken ihre nationale Geldmenge (M 1) so steuern, wie dies der monetäre Ansatz nahelegt:

“When the dollar exchange rate is above the target zone(s), the Fed should expand the money supply and reduce interest rates while the Bundesbank and the Bank of Japan contract symmetrically.”<sup>22</sup>

Sieht man einmal davon ab, daß weder eine verstärkte Geldmengenerweiterung in den Vereinigten Staaten noch eine Dezeleration des Geldmengenwachstums in der Bundesrepublik und in Japan mit binnenwirtschaftlichen Zielen vereinbar wäre, so leidet *McKinnons* Vorschlag zum Abbau eines „misalignment“ in einem System flexibler Kurse<sup>23</sup> jedoch vor allem darunter, daß sich für den monetären Ansatz keinerlei empirische Evidenz aufweisen läßt. Dies ist kaum erstaunlich, da bereits der Theoriebaustein KKP mit solchen Problemen behaftet ist und durch die Einbeziehung der nationalen Geldnachfragefunktionen zusätzliche Abweichungen durch Instabilitäten bei der Geldnachfrage auftreten können. So besteht seit längerem kein Zweifel daran, daß der einfache monetäre Ansatz ungeeignet zur Erklärung von Wechselkursen ist:

---

<sup>21</sup> *McKinnon* (1985 b), S. 13.

<sup>22</sup> *McKinnon* (1985 b), S. 14.

<sup>23</sup> In einem Festkurssystem erscheint *McKinnons* Geldmengenregel als sehr viel erfolgversprechender, da es dann nicht auf den Zusammenhang zwischen Geldmengen und Wechselkurs, sondern primär auf die Auswirkungen der Geldmengenvariation auf die Zinssätze ankäme. Siehe dazu ausführlicher *Bofinger* (1985).

“The evidence on PPP and the econometric evidence reported here leave little doubt that the monetary approach in the form of equation 3 is an unsatisfactory theory of exchange rate determination.”<sup>24</sup>

Man muß *McKinnon* allerdings zugute halten, daß er bei seiner Strategie nicht allein auf die Wechselkurseffekte der Geldmengenvariation setzt, sondern auch den angekündigten Zielzonen eine große Bedeutung beimißt:

“Announcement effects are as important as the fact of monetary cooperation itself. To harness the market’s expectations in favor of the new exchange-rate regime, the three central banks must spell out what they intend to do in a consistent fashion. Only then will the required adjustments in national monetary policies turn out to be minimal.”<sup>25</sup>

Aber auch hier stellt sich die Frage, wieso die Märkte einen theoretisch und empirisch äußerst zweifelhaften Zusammenhang zwischen Geldmengen und Wechselkursen zur Grundlage ihrer Erwartungsbildung heranziehen sollten.<sup>26</sup> Und wenn dies nicht gewährleistet ist, dann bedeutet *McKinnons* Strategie für die Geldpolitik, daß möglicherweise erhebliche Variationen der Geldmengen vorgenommen werden müssen, ohne daß der gewünschte Wechselkurseffekt überhaupt eintritt.

## 2. Der monetäre Ansatz bei flexiblen Preisen

Um den einfachen monetären Ansatz von der Hypothek der kurzfristigen KKP zu entlasten, wurde vor allem von *Dornbusch* (1976) ein Wechselkursmodell entwickelt, bei dem die Wechselkurse auf kurze Sicht ausschließlich durch die Zinsparitätentheorie bestimmt werden. Auf lange Sicht wird jedoch die Gültigkeit der KKP unterstellt. Es wird davon ausgegangen, daß die Preise in der kurzen Frist inflexibel sind. Ungleichgewichte am Geldmarkt müssen daher über die Zinsen ausgeglichen werden. Eine verstärkte Geldmengenausweitung im Inland führt somit dazu, daß der inländische Zins sinkt. Auf dem Devisenmarkt kommt es zum einen dazu, daß der

<sup>24</sup> *Dornbusch* (1980), S. 151. Ebenso OECD (1985), S. 134; *Filc* (1985), S. 45: „Das Schätzergebnis für den empirischen Gehalt des monetären Ansatzes ist katastrophal“.

<sup>25</sup> *McKinnon* (1985 b), S. 12.

<sup>26</sup> Es ist zwar zutreffend, wenn *McKinnon* (1985 b), S. 13 f., feststellt: “In view of the misinformation and confusion that now prevails in the exchange markets, a clear official declaration of exchange-rate goals would allow private expectations to coalesce in support - provided that the accompanying program of monetary adjustment was credible”. Es ist jedoch gerade die Prämisse, daß die Märkte aufgrund der angekündigten Geldmengenpolitik auch die entsprechenden Wechselkursziele in ihrer Erwartungsbildung berücksichtigen würden, die *McKinnons* Vorschlag als fragwürdig erscheinen läßt.

erwartete Kassakurs der Inlandswährung nach Maßgabe der KKP im Umfang der erwarteten Mehrinflation des Inlandes abgewertet wird. Der aktuelle Kassakurs muß gemäß der Zinsparitätentheorie deutlich stärker abwerten, um bei dem geringeren inländischen Zinsniveau wieder zu einem neuen Bestandshaltegleichgewicht zu führen. Im Zeitverlauf ergibt sich nach diesem „over-shooting“ dann eine Aufwertung der Inlandswährung bis der neue Gleichgewichtswechsellkurs erreicht ist.

Die mit diesem Ansatz abzuleitende wirtschaftspolitische Handlungsanweisung zum Abbau und zur Vermeidung von „misalignments“ würde auf längere Sicht weitgehend der des einfachen monetären Ansatzes entsprechen und wäre diesem nur dann überlegen, wenn die Gültigkeit der PPP wenigstens auf mittlere oder längere Sicht gewährleistet wäre. Dies ist – wie bereits erwähnt – jedoch nicht der Fall. Damit fehlt auch die für das *Dornbusch*-Modell zentrale Vorgabe eines langfristigen Wechselkurstrends, von dem aus ein kurzfristiges „over-shooting“ der Wechselkurse konstatiert werden kann, und der zugleich dafür sorgt, daß stabile Wechselkursänderungserwartungen bestehen, die dazu beitragen, daß ein eindeutiger Zusammenhang zwischen Zinsdifferenzen und Entwicklung des aktuellen Kassakurses abgeleitet werden kann.

Auf kurze Sicht würde das *Dornbusch*-Modell entweder dafür sprechen, „misalignments“ als „over-shooting“-Prozesse hinzunehmen, da sich in „the long run“ ganz von selbst wieder ein Gleichgewichtswechsellkurs einstellen muß. Als Alternative würde sich eine Strategie anbieten, die darauf abzielt, die Zinsdifferenz zugunsten der überbewerteten Währung zu vermindern. Hier treten dann alle bereits erwähnten Probleme des Zusammenhangs zwischen Zinsdifferenzen und Wechselkursen auf.

Beim *Dornbusch*-Modell zeigte sich, daß der Gesamtansatz zwangsläufig die Summe der Probleme seiner einzelnen Theoriebausteine aufweisen muß, was dazu führt, daß er für die Wirtschaftspolitik eine geringere Relevanz aufweist als der weniger ambitiöse Finanzmarktansatz.<sup>27</sup>

### 3. Portfoliotheoretische Ansätze

Sowohl der einfache monetäre Ansatz als auch das *Dornbusch*-Modell lassen sich jeweils dadurch modifizieren, daß die Grundgleichung des Finanz-

---

<sup>27</sup> Zur ökonometrischen Schätzung des Ansatzes vgl. beispielsweise *Gaab* (1982), S. 626: „Als generelle Aussage läßt sich zunächst festhalten, daß sich ein Überschießen des Wechselkurses über seinen langfristigen Gleichgewichtswert nicht feststellen läßt.“ Ebenso *Cezanne* (1985), S. 22 ff.

marktansatzes um eine „Risikoprämie“ erweitert wird. Da auch hier in der Literatur keine einheitliche Terminologie vorliegt, seien beide Ansätze als „Portfolio-Balance-Ansatz I und II“ bezeichnet. Die Risikoprämie trägt der Tatsache Rechnung, daß ein einzelner Anleger bei unsicheren Erwartungen nicht nur die Maximierung des Erwartungswertes seines Portfolios anstrebt, sondern – nach Maßgabe seiner Risiko-Nutzenfunktion – auch darauf aus ist, die Varianz um den Erwartungswert in Grenzen zu halten. Dies ist gleichbedeutend damit, daß die Anleger Aktiva unterschiedlicher Währungsdenomination unter dem Aspekt der Sicherheit<sup>28</sup> nicht als Substitute ansehen. Bezogen auf die Grundgleichung des Finanzmarktansatzes heißt das beispielsweise, daß ein Anleger, der bereits über einen hohen Bestand an Dollar-Aktiva verfügt, diesen unter dem Gesichtspunkt der Diversifikation von Währungsrisiken möglicherweise auch dann nicht ausdehnt, wenn der Zinsvorsprung des Dollar größer ist als die von dem Anleger erwartete Abwertung des Dollar. Die um die Risikoprämie ( $r$ ) erweiterte Gleichung des Finanzmarktansatzes lautet somit:

$$e = e^* \cdot \frac{1 + i_a}{1 + i} + r (V/e\tilde{W}, W/e\tilde{W}),$$

wobei  $V$  gleich dem auf die inländische Währung lautenden Geldvermögen,  $W$  dem gesamten inländischen Vermögen und  $\tilde{W}$  gleich dem Weltvermögen.<sup>29</sup>

Der Vorteil des um die Risikoprämie erweiterten monetären Ansatzes (ob mit festen oder flexiblen Preisen) besteht darin, daß damit auch die Leistungsbilanz wieder als Einflußfaktor für den Wechselkurs berücksichtigt werden kann: Ein Leistungsbilanzdefizit des Inlandes führt zu einer Abnahme des inländischen Netto-Geldvermögens und zu einer Zunahme des ausländischen Netto-Geldvermögens. Haben Inländer und Ausländer unterschiedliche Währungspräferenzen für ihr Portfolio, dann muß ein solcher Umschichtungsprozeß mit einer Abwertung der heimischen Währung einhergehen, um der von den Ausländern geforderten höheren Risikoprämie für Inlandsaktiva Rechnung zu tragen.

Eine weitere Unterscheidung zwischen den monetären Ansätzen und den portfoliotheoretischen Ansätzen besteht darin, daß sich mit den letzteren die Effizienz sterilisierter Interventionen begründen läßt. Die Überbewer-

---

<sup>28</sup> Anleger in unterschiedlichen Ländern verwenden unterschiedliche Maßstäbe zur Beurteilung des Risikos von Vermögenspositionen. Siehe dazu *Stützel* (1970) und *Bofinger* (1985 a), S. 53 ff. und S. 91 ff.

<sup>29</sup> Dieser Ansatz wird von *Dornbusch* (1983), S. 13 f. verwendet. Zur Struktur der portfoliotheoretischen Ansätze siehe auch *Shafer* und *Loopesko* (1983), S. 29 ff. mit umfangreichen Literaturhinweisen. Ebenso *OECD* (1985), S. 140 ff.

tung des Dollar könnte demnach dadurch abgebaut werden, daß die europäischen Notenbanken Dollaraktiva in den Markt abgeben und im Gegenzug durch Offenmarktgeschäfte auf inländische Währung lautende Titel erwerben. Damit steigt der Anteil der Dollaraktiva am Weltgeldvermögen, und somit müßte auch die Risikoprämie des Dollar zunehmen. Bei konstanter Zinsdifferenz und unverändertem erwartetem Wechselkurs wäre die Folge eine Abwertung des Dollar. Doch wie schon bei den vorangegangenen Modellen ist auch hier die empirische Evidenz außerordentlich dürftig.<sup>30</sup>

Und was den Einfluß der Leistungsbilanz auf den Wechselkurs angeht, so kann man feststellen, daß bis Ende der siebziger Jahre in der Tat ein enger Zusammenhang zwischen einer defizitären Leistungsbilanz und einer Abwertung der betreffenden Währung bestanden hatte, so wie das der Portfolioansatz, der zu dieser Zeit entwickelt wurde, prognostiziert. Doch mit dem hohen Defizit in der amerikanischen Leistungsbilanz, die mit einer erheblichen Zunahme des Bestandes an Dollar-Geldvermögen einhergeht, kam es offensichtlich nicht zur gewünschten Wirkungskette: höhere Risikoprämie, Abwertung des Dollar. Die Problematik dieses Ansatzes wird auch dann deutlich, wenn man daraus eine Handlungsanweisung für die aktuelle Wirtschaftspolitik ableiten wollte. Sie würde darauf hinauslaufen, daß die Vereinigten Staaten ein noch höheres Leistungsbilanzdefizit und die übrigen Länder noch höhere Leistungsbilanzüberschüsse anstreben müßten.

#### 4. Makroökonomische Portfoliotheorie

Aus dem offensichtlichen Versagen der makroökonomischen Wechselkursatheorien sowie aus der geringen Prognosekraft des Finanzmarktansatzes zieht *Filc* (1985), S. 51, den Schluß:

„Nicht Geldnachfrage und Geldangebot entscheiden dann über die trendmäßige Wechselkursentwicklung, nicht Preissteigerungsdifferenzen oder internationale Zinsdifferenzen, die in partialanalytischen Theorien des Wechselkurses im Mittelpunkt stehen, sondern ein Bündel von Einflüssen, das als der Indikator der wirtschaftlichen Leistungskraft eines Landes zu umschreiben ist. Diese Sichtweise wird gestützt von der Beobachtung, ... daß schnelles Wirtschaftswachstum häufiger mit Aufwertung als mit Abwertung verbunden ist.“

*Filc* entwickelt aus dieser Beobachtung eine eigenständige Wechselkursatheorie, eine „makroökonomische Portfoliotheorie“ der Wechselkursdetermination. Dem portfoliotheoretischen Ansatz trägt *Filc* dadurch Rechnung,

<sup>30</sup> Siehe dazu beispielsweise *Gaab* (1982), S. 627: „Die Einführung von Portfolio-Überlegungen führt zu keiner Erhöhung des Erklärungsbeitrags gegenüber dem Dornbusch-Modell. Außerdem tragen die Schätzwerte der Parameter, welche die Portfolio-Struktur beschreiben, das „falsche“ Vorzeichen.“



daß er nicht die relative Entwicklung des nationalen Bruttosozialprodukts ins Zentrum seiner Wechselkursstheorie stellt, sondern den relativen Marktwert des Sachkapitals in den betreffenden Ländern (*Tobins q*-Relation). Die Entwicklung dieser Größe wird von *Filc* approximiert durch die Relation der Veränderung eines Aktienkursindex zur Veränderung eines Preisindex von Investitionsgütern.

Fragt man zunächst nach der theoretischen Basis des Portfolio-Ansatzes von *Filc*, dann gilt es die Transmissionsmechanismen herauszuarbeiten, über die eine Verbesserung des relativen Marktwertes von Sachkapital in der Bundesrepublik c. p. zu einer Aufwertung der D-Mark führen wird. *Filc* hat bisher darauf verzichtet, eine mikroökonomische Fundierung seines Portfolioansatzes zu entwickeln. Eine solche ist auch nicht ohne weiteres vorstellbar. Im Gegensatz zum Geldvermögen, das im Zentrum des Finanzmarktansatzes steht, ist Sachvermögen größtenteils nicht hinreichend mobil, damit es allein über Arbitrageprozesse zu einer Angleichung der Ertragsraten kommen kann. Und der internationale mobile Teil des Sachvermögens (Aktien) ist im Vergleich zu den Geldvermögensbeständen, die von international tätigen Anlegern gehalten werden, zu gering, um einen dominierenden Einfluß auf den Wechselkurs nehmen zu können.

*Filc* begründet seine Portfoliotheorie mit makroökonomischen Argumenten:<sup>31</sup> Als exogene Störung wird eine Zinssteigerung im Inland genommen. Diese führe dazu, daß die Marktbewertung des bestehenden Sachkapitals sinke und daß sich so die Rendite des bestehenden Sachkapitals der des Geldvermögens angleiche. Dies wiederum bewirke, daß weniger investiert wird, da die (unveränderten) erwarteten Erträge des neuzubildenden Sachkapitals jetzt unter der gestiegenen Rendite des bestehenden Sachkapitals liegen. Die rückläufigen Investitionen lösten einen Prozeß der Nachfrageminderung aus, durch den die Erträge des Sachvermögens generell unter die des Geldvermögens sinken. Diese löse einen Umschichtungsprozeß von Sachvermögen in Geldvermögen aus, der dazu führe, daß die Inländer ihre Geldvermögensbildungspläne durch eine Kreditvergabe an Ausländer realisierten. Dies sei gleichbedeutend mit Nettokapitalexporten, einer zusätzlichen Nachfrage der Inländer nach Devisen und führe letztlich zu einer Abwertung der heimischen Währung.

Diese makroökonomische Begründung des Zusammenhangs zwischen verminderter relativer Sachvermögensrendite und Abwertung einer Währung erscheint nicht zwingend: Was von *Filc* beschrieben wird, sind Auswirkungen eines erhöhten Geldzinses auf die Pläne, Geldvermögen und Sach-

<sup>31</sup> Die folgenden Verlaufsdarstellungen stammen aus *Filc* (1982), S. 512.

vermögen zu bilden. Kommt es aufgrund dieses ex-ante Ungleichgewichts zu einem Rückgang des Einkommens, dann wird – in einer geschlossenen Volkswirtschaft – das Gleichgewicht dadurch hergestellt, daß ex-post bei geringerem Einkommen die anfänglich überhöhten Geldvermögensbildungspläne an die niedrigeren Sachvermögensbildungspläne angepaßt werden. Es ergibt sich also keinerlei logische Notwendigkeit, daß das Ausland ein zusätzliches Angebot an Geldvermögen absorbiert. Und in einer offenen Volkswirtschaft ist das Resultat des deflationären Prozesses eine Aktivierung der Leistungsbilanz, wodurch die Nachfrage nach Devisen – sofern sie davon überhaupt wesentlich geprägt wird<sup>32</sup> – tendenziell nicht zunimmt, sondern abnimmt.

Die Handlungsanweisung, die man bei *Filc* (1985), S. 61, für den Abbau eines misalignment findet, lautet in aller Deutlichkeit: „... daß die Geldpolitik sich konzentrieren sollte auf binnenwirtschaftliche Erfordernisse, nicht auf den Dollarkurs.“ Insbesondere sollte von der Bundesbank bedacht werden, „ob eine konjunkturelle Belebung und die Stärkung der Wachstumskräfte der Volkswirtschaft auf Dauer nicht ein tragfähigeres Konzept ist als der kurzfristige Erfolg, den geldpolitische Restriktion als Antwort auf eine Währungsschwäche verspricht.“<sup>33</sup> Vergleicht man diese Wechselkursatheorie mit den in dieser Arbeit erörterten Ansätzen, dann zeigt sich, daß *Filc* eine diesen diametral entgegengesetzte Handlungsanweisung vorschlägt. Während diese Theorien tendenziell konjunkturbelebende Maßnahmen in den Vereinigten Staaten fordern (höhere Inflationsrate, Zinssenkung, verstärkte Geldmengenausweitung) oder zumindest eine von ihrem konjunkturellen Gesamteffekt schwer abschätzbare Strategie einer geringeren Neuverschuldung bei sinkenden Zinsen, und tendenziell konjunkturdämpfende Maßnahmen für die übrigen Länder (geringere Inflationsraten, höhere Zinsen, verlangsamte Geldmengenausweitung), empfiehlt *Filc* genau das Gegenteil: Konjunkturbelebung in Europa und Japan sowie Konjunkturdämpfung in den Vereinigten Staaten. Für die längerfristige Stabilisierung des Weltwährungssystems läuft die Theorie von *Filc* darauf hinaus, daß es immer dann zu „misalignments“ kommen wird, wenn es einem Land gelingt, einen Wachstumsvorsprung gegenüber den übrigen Ländern zu erlangen. Um erratische Kursverläufe zu vermeiden, wäre es also erforderlich, daß sich die Schlüsselwährungsländer stets in einem konjunkturellen Gleichlauf befinden. Eine solche Wechselkursdynamik würde die Ratio eines Systems flexibler Kurse erheblich in Frage stellen.

---

<sup>32</sup> Zum Zusammenhang zwischen Zahlungsbilanzsalden und Devisenhandelsumsätzen siehe ausführlich *Chalmovsky* (1984), S. 182 ff.

<sup>33</sup> *Filc* (1985), S. 61.

Was die empirische Evidenz der makroökonomischen Portfoliotheorie des Wechselkurses angeht, so sprechen die von *Filc* präsentierten ökonomischen Berechnungen nicht für einen hohen Erklärungsgehalt seines Wechselkursmodells ( $R^2 = 0,32$ ); überdies ist die Autokorrelation der Residuen sehr hoch. Konzentriert man sich einmal auf die von *Filc* bei seiner theoretischen Ableitung ins Zentrum gerückten Wachstumsdifferentialen, dann zeigen sich erhebliche Widersprüche zur Portfoliotheorie, wenn man den Yen-Dollar-Kurs und das Wachstumsdifferential zwischen Japan und den Vereinigten Staaten in der Zeit von 1980 bis 1985 betrachtet (Tabelle 2).<sup>33a</sup> In der Phase vom 1. Halbjahr 1980 bis zum 2. Halbjahr 1982 lag das reale BSP-Wachstum in Japan deutlich höher als in den Vereinigten Staaten. Gleichwohl wertete sich der Yen von 237 Yen/Dollar auf 259 Yen/Dollar ab. In der Phase vom 1. Halbjahr 1983 bis zum 1. Halbjahr 1984 wiesen dann die Vereinigten Staaten eine höhere Wachstumsdynamik als Japan auf; dies ging jedoch mit einer Aufwertung des Yen einher. Und die Entwicklung im

Tabelle 2: Wachstumsdifferential und Wechselkurs

Zeit	Veränderung des realen Bruttosozialprodukts gegenüber Vorperiode (in v.H.), saisonbereinigt		Yen/Dollar-Wechselkurs
	USA	Japan	
1980 1. Hj.	- 0,6	2,4	237
	- 0,5	2,3	215
1981 1. Hj.	2,8	2,3	213
	- 0,1	1,2	228
1982 1. Hj.	- 2,0	1,9	238
	- 0,3	1,7	259
1983 1. Hj.	2,0	1,2	236
	3,6	2,5	238
1984 1. Hj.	4,1	3,0	230
	1,8	2,8	245
1985 1. Hj.	0,8	2,4	254

Quelle: OECD.

<sup>33a</sup> Gegen den Ländervergleich „Vereinigte Staaten – Japan“ könnte man einwenden, daß der japanische Kapitalmarkt so starken Reglementierungen unterliege, daß eine Übertragung des Portfolio-Ansatzes auf Japan nicht zulässig sei. Untersuchungen der Bank von Japan (1984) zeigen jedoch, daß es mit der Liberalisierung der japanischen Kapitalmärkte Ende der siebziger und Anfang der achtziger Jahre zu einem erheblichen Anstieg der Kapitalverkehrstransaktionen gekommen ist.

2. Halbjahr 1984 und 1. Halbjahr 1985 zeigt wiederum höheres BSP-Wachstum in Japan und eine Abwertung des Yen. Einen ähnlichen Widerspruch zur makroökonomischen Portfoliotheorie findet man in der Zeit der Dollarabwertung von 1976 bis 1979, die durch einen erheblichen Wachstumsvorsprung der Vereinigten Staaten gegenüber der Bundesrepublik und einen annähernd gleichen Wachstumspfad von Japan und den Vereinigten Staaten gekennzeichnet war.

Fazit: Die makroökonomische Portfoliotheorie des Wechselkurses eignet sich kaum als eine Handlungsanweisung zum Abbau oder zur Vermeidung eines „misalignment“. Da bedeutet nicht, daß es unter binnenwirtschaftlichen Aspekten fehlindiziert wäre, eine Politik der Wachstumsstärkung zu betreiben. Nur sollte man sich davon keinen Beitrag zu einer Höherbewertung der heimischen Währung erhoffen – wie das von *Filc* in Aussicht gestellt wird.

#### IV. Währungspolitik ohne Theorie

Die Bestandsaufnahme dessen, was man heute als währungstheoretisches Paradigma bezeichnen könnte, führt zu einem ernüchternden Befund: Keiner der konkurrierenden Theorieansätze kann den Anspruch erheben, die Wechselkursentwicklung besser zu erklären als dies mit einem Random Walk-Modell möglich ist.<sup>34</sup> *Gaab* (1982), S. 626, kommt aufgrund ökonometrischer Schätzungen zu dem Ergebnis, „daß die sogenannten fundamentalen Einflußfaktoren nur einen minimalen Beitrag zur Erklärung der Entwicklung des Wechselkurses leisten, so daß dessen Random Walk-Charakter voll zum Ausdruck kommt.“ Und *Frenkel* und *Mussa* (1985), S. 740, stellen in einem kürzlich veröffentlichten Übersichtsartikel fest:

“It seems that at the present stage the empirical evidence taken as a whole suggests the lack of a satisfactory structural model accounting for exchange rate behaviour.”

Bei allen bisher veröffentlichten neueren ökonometrischen Arbeiten kommt hinzu, daß sie die extremen Kursbewegungen der Jahre 1984/85 noch nicht berücksichtigt haben. In Zukunft ist also mit noch ungünstigeren Schätzergebnissen zu rechnen.<sup>35</sup>

Die Wirtschaftspolitik kann somit nur wenig Hilfestellung von der Wechselkursatheorie erwarten. Allein der Finanzmarktansatz ist geeignet, eine gewisse Orientierung zu geben. Ansonsten fehlt es an einem gesicherten

---

<sup>34</sup> Siehe dazu vor allem *Meese* und *Rogoff* (1983), OECD (1985), S. 142 ff.

<sup>35</sup> In den hier zitierten Studien ist zwar die Portfoliotheorie von *Filc* nicht berücksichtigt. Ihre empirische Evidenz ist – wie erwähnt – jedoch ebenfalls sehr gering.

theoretischen Paradigma, das erforderlich wäre, um die zum Abbau oder zur Vermeidung eines „misalignment“ erforderlichen Maßnahmen abzuleiten. Welche Folgen hat dieser Befund für die Währungspolitik?

### 1. Binnenwirtschaftlich orientierte Wirtschaftspolitik

Das Versagen der Währungstheorie könnte von den Wirtschaftspolitikern zum Anlaß genommen werden, eine ausschließlich auf binnenwirtschaftliche Ziele orientierte Politik zu betreiben und die über den Wechselkurs auftretenden Störungen völlig passiv hinzunehmen.<sup>36</sup> Dies ließe sich damit begründen, daß alle Maßnahmen zum Abbau oder zur Vermeidung eines „misalignment“, die im Konflikt mit binnenwirtschaftlichen Zielen stehen, keine ausreichend großen Erfolgsaussichten aufweisen können. Die Grenzen einer solchen Politik zeigen sich dann, wenn erhebliche „misalignments“ dazu führen,

- daß binnenwirtschaftliche Ziele, insbesondere das Stabilitätsziel, auch bei potentialorientierter Geldpolitik gefährdet werden, wie dies in der Bundesrepublik im Jahr 1981 der Fall gewesen ist, oder
- daß die weltwirtschaftliche Allokation durch wechselkursbedingte Verzerrungen der Handelsströme und – als Folge darauf – protektionistische Maßnahmen gravierend beeinträchtigt wird, eine Entwicklung die sich vor der Erklärung der „Fünfer-Gruppe“ anzubahnen drohte.

Vereinbar mit einer binnenwirtschaftlich ausgerichteten Strategie ist jedoch eine Reduzierung des US-Defizits. Eine solche Maßnahme erscheint aus dem nationalen wirtschaftspolitischen Interesse der Vereinigten Staaten ohne weiteres vertretbar. Sie bietet zwar keine sichere, aber eine immerhin wahrscheinliche Lösung zum Abbau des bestehenden „misalignment“.

### 2. Verdeckte Interventionen

Der naheliegende Schritt zum Abbau eines „misalignment“ sind direkte Devisenmarktinterventionen von Notenbanken.<sup>37</sup> Da die Situation eines

---

<sup>36</sup> Dies entspräche letztlich der Handlungsanweisung von *Filc's* Portfoliotheorie. Im Gegensatz zu dieser würde man bei einer solchen Sichtweise jedoch keinen Zusammenhang zwischen binnenwirtschaftlichem Wachstum und Wechselkurs postulieren. Eine ausschließliche Orientierung an binnenwirtschaftlichen Zielen wird der Bundesbank u. a. auch von *Reinhard Pohl* (1985) angesonnen.

<sup>37</sup> Im Rahmen dieses Beitrags soll die Rolle von Interventionen zur Behebung von „disorderly market conditions“ nicht berücksichtigt werden, da ausschließlich die mittelfristige Problematik eines „misalignment“ erörtert werden soll.

„misalignment“ gerade durch ein länger dauerndes Abweichen eines Wechselkurses von einem wie auch immer zu bestimmenden Trend gekennzeichnet ist, stellt sich bei dieser Fragestellung das Problem, daß die umfangreiche Literatur zum Thema „Devisenmarktinterventionen“ nicht berücksichtigt werden kann. In allen Arbeiten dieses Typs wird unterstellt, daß sich der Wechselkurs über mittlere Frist gemäß eines vorgegebenen Trends bewegt und nur auf kurze Sicht davon abweichen kann.

Es hat sich in der Literatur eingebürgert, zwischen sterilisierten und unsterilisierten Interventionen der Notenbanken am Devisenmarkt zu unterscheiden. Bei sterilisierten Interventionen wird die Geldbasis durch den Devisenankauf oder -verkauf nicht verändert, da die Notenbank diese Transaktion mit einer expansiven bzw. restriktiven Offenmarktpolitik in gleichem Umfang kombiniert. Verzichtet eine intervenierende Notenbank dabei auf Ankündigungs- und Signaleffekte, dann ist eine sterilisierte Intervention nur dann erfolgreich, wenn es über eine Veränderung der Risikoprämie – bei unveränderten Zinsen und unverändertem erwarteten Kassakurs – zu einer Umbewertung des aktuellen Kassakurses kommt. Es ist jedoch gezeigt worden, daß sich ein solcher Zusammenhang zwischen Risikoprämie und Wechselkursentwicklung nicht belegen läßt.<sup>38</sup>

Unsterilisierte Interventionen führen demgegenüber zu einer Veränderung der Geldbasis zumindest im devisenankaufenden oder -verkaufenden Land.<sup>39</sup> Solche Variationen der Geldbasis sind jedoch für sich genommen – wie bei der Darstellung des einfachen monetären Ansatzes deutlich geworden – ebenfalls keine zuverlässige Maßnahme zur Veränderung von Wechselkursen, insbesondere auf kurze Sicht. Dies gilt auch dann, wenn die Geldbasisvariationen mit entsprechenden Zinsveränderungen einhergehen: Ein höherer Zinsvorsprung einer Währung bewirkt nur dann eine Aufwertung ihres Kassakurses, wenn der erwartete Kassakurs unverändert bleibt. Die zitierten empirischen Untersuchungen zeigen, daß dies häufig nicht der Fall ist.<sup>39a</sup>

---

<sup>38</sup> So z. B. auch *Dornbusch* (1985), S. 48: „Studies of the effects of intervention are quite unanimous in claiming that the effectiveness of such policies is negligible.“

<sup>39</sup> Ob unsterilisierte Interventionen zu symmetrischen Geldmengeneffekten führen, hängt wesentlich davon ab, in welcher Form die Notenbanken ihre Währungsreserven halten. Vgl. dazu *Bofinger* (1985), S. 181 f.

<sup>39a</sup> Man mag sich fragen, wie ein Zinsanstieg z. B. im Inland zu einer Abwertung des erwarteten Kassakurses der inländischen Währung führen kann. Dies wäre z. B. dann denkbar, wenn die Zinssteigerung an den Märkten die Erwartung einer Konjunkturabschwächung im Inland auslöst und wenn dies – wie in der Vergangenheit immer wieder einmal zu beobachten war – zu einer negativen Einschätzung des zukünftigen Wechselkurses der inländischen Währung führt.

### 3. Interventionen mit Signaleffekten

Eine positivere Beurteilung von Devisenmarktinterventionen ergibt sich dann, wenn diese mit Signal- und Ankündigungseffekten verbunden sind und somit dazu beitragen, die Glaubwürdigkeit dieser Effekte am Markt zu bekräftigen. Mit dem Finanzmarktansatz konnte gezeigt werden, daß es einer Notenbank auf diesem Wege gelingen kann, aus ihrer Sicht fehlgeleitete Erwartungen zu korrigieren und damit auch ein „misalignment“ abzubauen. Die große Unsicherheit über die makrotheoretischen Zusammenhänge spricht also in der Situation eines „misalignment“ nicht für verdeckte Interventionen, gleichgültig, ob diese sterilisiert sind oder nicht. In den Vordergrund rücken dagegen Signal- und Ankündigungseffekte, bei denen devisenankaufende oder -verkaufende Notenbankinterventionen eine unterstützende Rolle spielen können, nicht wegen ihrer direkten Auswirkungen auf makroökonomische Aggregate und den Wechselkurs, sondern vielmehr als ein zusätzliches Instrument der Erwartungsstabilisierung. Beispielhaft für eine solche Strategie steht die Erklärung der Fünfer-Gruppe, die sich dadurch auszeichnet, daß eine Fehlentwicklung des Wechselkurses konstatiert wurde, ohne jedoch bestimmte Zielzonen zu nennen. Für eine Währungspolitik, die sich auf Ankündigungs- und Signaleffekte stützt, gibt es allerdings keine mechanistischen Rezepte von seiten der Währungstheorie. Hier gilt vielmehr, was *Jürg Niehans* am Ende seiner „Theory of Money“ konstatiert: “However far monetary theory will progress, central banking is likely to remain an art.”<sup>40</sup>

### 4. Zielzonen und feste Wechselkurse

Ein weitergehender Schritt der Währungspolitiker könnte darin bestehen, daß den Märkten nicht nur das Vorliegen eines „misalignment“ bekanntgegeben wird, sondern zugleich auch Zielzonen genannt werden, auf die sich der Wechselkurs nach Ansicht der Währungsbehörden hinbewegen sollte. Eine Zielzone zeichnet sich dabei dadurch aus, daß die bekanntgegebenen Bandbreiten nicht als rechtlich verbindliche Interventionspunkte angesehen werden, sie sind vielmehr “‘soft margins’ which the authorities are not committed to defending.” (*Williamson*, 1983, S. 65; Hervorhebung im Original). Und: “It is important to understand that, in this sense, a system of target zones is a form of floating, rather than a form of pegging” (*Williamson*, 1983, S. 65). Von den bisher dargestellten Strategien unterscheidet sich das Zielzonen-Konzept vor allem dadurch, daß den Märkten die währungspoliti-

<sup>40</sup> *Niehans* (1978), S. 294.

schen Intentionen der Notenbanken in eindeutiger Form bekanntgegeben werden.

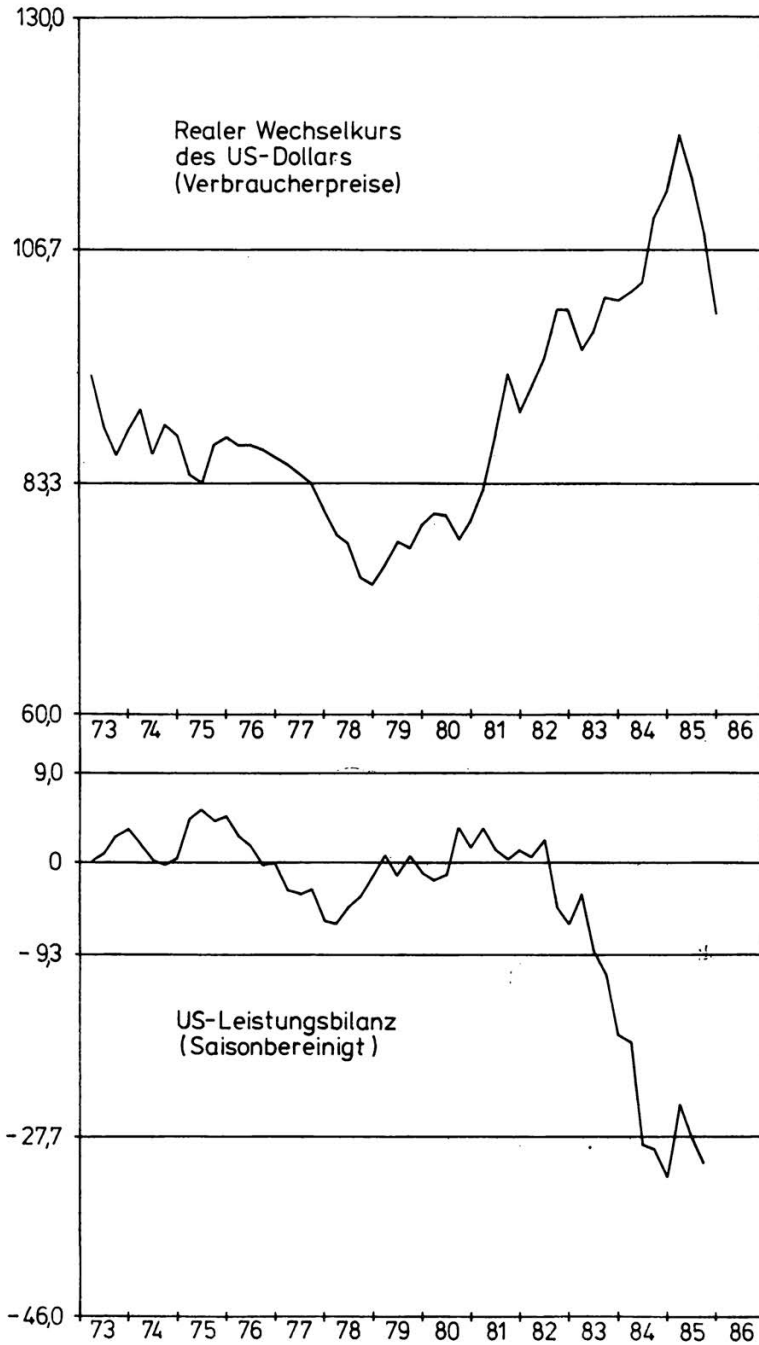
Die Beurteilung dieses Konzepts hängt stark davon ab, wie es von den beteiligten Notenbanken gehandhabt wird. Zum einen wäre daran zu denken, daß die nationalen Geldmengenziele für die Geldpolitik weiterhin im Zentrum stehen und daß sie aus wechselkurspolitischen Rücksichten nicht unter- oder überschritten werden sollen. Der Vorteil des Zielzonen-Konzepts könnte sich dann daraus ergeben, daß sich die Märkte von den vorgegebenen Zielwerten überzeugen lassen, so daß es bei nur geringen Interventionen allein über Marktprozesse zu Kursbewegungen in die Zielzone kommt. Der Nachteil des Konzepts würde sich dann bemerkbar machen, wenn es nicht gelingt, die Märkte von den Zielkursen zu überzeugen. Da die Geldmengensteuerung Priorität genießt, müßten es die Notenbanken hinnehmen, daß die Zielzone nicht erreicht wird. Dies würde die Glaubwürdigkeit der Notenbanken erheblich beeinträchtigen und den Wert von zukünftigen Zielvorgaben gegen Null tendieren lassen. Das Zielzonen-Konzept ließe sich aber auch so handhaben, daß die Zielzone als vorrangiges Ziel der Geldpolitik angesehen wird. Im Falle einer Zielabweichung müßten die Notenbanken dann bereit sein, erhebliche Interventionen und eine Überschreitung (oder Unterschreitung) ihres Geldmengenziels hinzunehmen, bis sich der Wechselkurs in den Zielbereich hineinbewegt. Gegenüber festen Wechselkursen weist ein so verstandenes Zielzonen-Konzept den Nachteil auf, daß den bekanntgegebenen unverbindlichen Zielkursen von den Märkten sehr viel weniger Bedeutung beigemessen würde als den mit festen Interventionsverpflichtungen verbundenen Paritäten eines Festkurssystems. Die Wahrscheinlichkeit, daß es zu stabilisierender Spekulation um die Zielzonen kommt, ist also sehr viel geringer als bei den Interventionspunkten eines Festkurssystems.<sup>41</sup> Der Interventionsbedarf ist somit bei Zielzonen – will man sie auch gegen den Markt durchsetzen – voraussichtlich höher als bei festen Wechselkursen.

Fazit: Ein Zielzonen-Konzept, das sich primär an den nationalen Geldmengenzielen orientiert, bietet zwar die Chance, daß sich die Wechselkurse ohne großen Interventionsaufwand in die angestrebte Richtung bewegen lassen. Die Notenbanken müssen aber widrigenfalls in Kauf nehmen, daß

---

<sup>41</sup> Siehe dazu *Sohmen* (1973), S. 81 f.: „Solange alles dafür sprach, daß Regierungen wie Zentralbanken die Regeln des Goldstandards einhalten würden, ging die Spekulation praktisch keinerlei Risiko ein, wenn sie ihre Karte auf die Umkehrung der Wechselkursbewegung setzte ... Auf kurze Sicht reichten spekulative Kapitalbewegungen allein voll aus, um einen reibungslosen Ausgleich der Zahlungsbilanzen auch ohne Preis- oder Realeinkommensänderungen zu bewirken.“





Quelle: OECD.

ihre Glaubwürdigkeit erheblich beeinträchtigt wird. Und bei einem Zielkonzept, dessen Teilnehmer die vorgegebenen Ziele wirklich ernst nehmen, wäre zu überlegen, ob es dann nicht vorteilhafter wäre, anstelle der unverbindlichen Zielkurse zu einem wirklichen Festkurssystem überzugehen. Dies hätte einen nicht unwesentlichen Vorzug: "... stable exchange rates would seem to be an 'economic fundamental' underlying macroeconomic policies".<sup>42</sup> Allerdings wäre ein außerordentlich hohes Maß an wirtschaftspolitischer Kooperationsbereitschaft erforderlich, daß ein Festkurssystem – anders als das von Bretton Woods – auch zu einer stabilitätsgerechten Entwicklung der Weltwirtschaft beiträgt.<sup>43</sup>

### Literatur

*Akhtar, M. A. und R. Spence Hilton* (1984): Exchange Rate Uncertainty and International Trade: Some Conceptual Issues and New Estimates for Germany and the United States, Research Paper, Federal Reserve Bank of New York. – *Baltensberger, E. und P. Böhm* (1982): Stand und Entwicklungstendenzen der Wechselkursatheorie – Ein Überblick, Außenwirtschaft, 37. Jg., S. 109 - 157. – Bank of Japan (1984): Stepped-up Capital Movements In and Out of Japan and their Effect on the Japanese Financial Market, Special Paper No. 112. – *Bergsten, C. F.* (1985): Das Engagement von Washington ist für den Erfolg der gemeinsamen Aktion entscheidend, Handelsblatt Wirtschafts- und Finanzzeitung vom 31. Oktober 1985, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 73 vom 1. November 1985. – *Bilson, J.* (1979): Recent Development in Monetary Models of Exchange Rate Determination, IMF Staff Papers, Vol. 26, S. 201 - 223. – *Bilson, J.* (1985): Macroeconomic Stability and Flexible Exchange Rates, American Economic Review, Vol. 75, No. 2, S. 62 - 67. – *Blanchard, O. und R. Dornbusch* (1984): U.S. Deficits, the Dollar and Europe, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, Vol. 37, S. 89 - 113. – *Bofinger, P.* (1985): Stabilitätsgerechte Festkurssysteme, Kredit und Kapital, 18. Jg., S. 173 - 192. – *Bofinger, P.* (1985 a): Währungswettbewerb, Köln. – *Chalmovsky, L. E.* (1984): Der internationale Zahlungsverkehr und die Devisenmärkte in der volkswirtschaftlichen Theorie und in der bankwirtschaftlichen Praxis, Frankfurt - Bern - New York - Nancy. – *Dornbusch, R.* (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics, Journal of Political Economy, Vol. 84, S. 1161 - 1176. – *Dornbusch, R.* (1980): Exchange Rate Economics: Where Do We Stand? Brookings Papers on Economic Activity 1: 1980; S. 143 - 185. – *Dornbusch, R.* (1983): Flexible Exchange Rates and Interdependence, IMF Staff Papers, Vol. 30, S. 3 - 30. – *Dornbusch, R.* (1983 a): Comment zu J. R. Shafer und B. E. Loopesko, Floating Exchange Rates after Ten Years, Brookings Papers on Economic Activity, 1: 1983, S. 79 - 85. – *Dornbusch, R.* (1985): The Overvalued Dollar and the International Monetary System, in: The International Monetary System and Economic Recovery, Economic and Financial Papers, Hrsg.: Istituto Bancario San Paolo di Torino, S. 24 - 51. – *Filc, W.* (1982): Monetäre Wechselkursatheorie, Makro-

<sup>42</sup> *Akhtar und Hilton* (1984), S. 10.

<sup>43</sup> Zur Ausgestaltung eines solchen stabilitätsgerechten Festkurssystems siehe *Bofinger* (1985).

ökonomische Portfoliotheorie und wechselkursorientierte Geldpolitik, Beiheft zu Kredit und Kapital, Hrsg.: W. Ehrlicher und D. B. Simmert, Heft 7, Berlin, S. 499 - 523. – Filc, W. (1985): Kurz- und langfristige Wirkungen einer wechselkursorientierten Geldpolitik, in: Stabilisierung des Währungssystems, Hrsg.: W. Filc und C. Köhler, Berlin, S. 43 - 61. – Frankel, J. A. (1985): Six Possible Meanings of „Overvaluation“: The 1981 - 85 Dollar, Essays in International Finance No. 159, Princeton. – Frenkel, J. A. (1976): A Monetary Approach to the Exchange Rate – Doctrinal Aspects and Empirical Evidence, Scandinavian Journal of Economics, Vol. 78, S. 200 - 224. – Frenkel, J. A. und M. L. Mussa (1985): Asset Markets, Exchange Rates and the Balance of Payments, in: Handbook of International Economics, Vol. II., Hrsg.: R. W. Jones und P. B. Kenen, Amsterdam. – Gaab, W. (1982): Der Beitrag alternativer Finanzmarktmodelle zur Erklärung des DM/\$-Wechselkurses von 1974 (10) - 1981 (5), Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 107. Jg., S. 601 - 643. – International Monetary Fund (1984): The Exchange Rate System: Lessons of the Past and Options for the Future, Occasional Paper No. 30, Washington D. C. – Köhler, C. (1985): Bedingungen für mehr Stabilität im Weltwährungssystem, in: Stabilisierung des Währungssystems, Hrsg.: W. Filc und C. Köhler, Berlin, S. 255 - 272. – McKinnon, R. (1984): An International Standard for Monetary Stabilization, Institute for International Economics, Policy Analysis in International Economics, No. 8, Washington D. C. – McKinnon, R. (1985a): The Dollar Exchange Rate as a Leading Indicator for American Monetary Policy, unveröffentlichtes Manuskript. – McKinnon, R. (1985b): Protectionism and the Misaligned Dollar: The Case for Monetary Coordination, unveröffentlichtes Manuskript. – Meese, R. A. und K. Rogoff (1983): Empirical Exchange Rate Models of the Seventies, Journal of International Economics, Vol. 14, S. 3 - 24. – Mulford, D. C. (1985): The Group of Five Meeting and Announcement: Context and Perspective, abgedruckt in: Auszüge aus Presseartikeln, Hrsg.: Deutsche Bundesbank, Nr. 77 vom 14. November 1985. – Mussa, M. (1976): The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Financing, Scandinavian Journal of Economics, Vol. 78, S. 229 - 248. – Niehans, J. (1978): The Theory of Money, Baltimore und London. – Niehans, J. (1984): Stabiler Schutthaufen, Wirtschaftswoche, Nr. 34 vom 17.08.1984. – OECD (1985): Exchange Rate Management and the Conduct of Monetary Policy, Monetary Studies, Paris. – Officer, L. (1976): The Purchasing-Power-Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article, IMF Staff Papers, Vol. 23, S. 1 - 60. – Pohl, Reinhard (1985): Effizienz der Geldpolitik bei beweglichen Wechselkursen, in: Stabilisierung des Währungssystems, Hrsg.: W. Filc und C. Köhler, Berlin 1985, S. 107 - 133. – Pöhl, K. O. (1985): Geldpolitik und Wechselkurs, Börsen-Zeitung, Supplement, März 1985, abgedruckt in: Auszüge aus Presseartikeln, Hrsg.: Deutsche Bundesbank, Nr. 24 vom 4. April 1985. – Shafer, J. R. und B. E. Loopesko (1983): Floating Exchange Rates after Ten Years, Brookings Papers on Economic Activity, 1: 1983, S. 1 - 70. – Sohmen, E. (1973): Wechselkurs und Währungsordnung, Tübingen. – Stützel, W. (1970): Die Relativität der Risikobeurteilung von Vermögensbeständen, in: Entscheidung bei unsicheren Erwartungen, Hrsg.: H. Hax, Köln, S. 9 - 26. – Szasz, A. (1985): Recent International Monetary Developments, abgedruckt in: Auszüge aus Presseartikeln, Hrsg.: Deutsche Bundesbank, Nr. 76 vom 11. November 1985. – Thurow, L. (1985): A Time to Dismantle the World Economy, The Economist, November 9, 1985; abgedruckt in: Auszüge aus Presseartikeln, Hrsg.: Deutsche Bundesbank, Nr. 77 vom 14. November 1985. – Williamson, O. (1983): The Exchange Rate System, Institute for International Economics, Washington D. C.

## Zusammenfassung

### Wechselkursatheorien und Wirtschaftspolitik

Die Fehlentwicklung des Dollarkurses in den Jahren 1984 und 1985 hat den Wirtschaftspolitikern – vor allem in den Vereinigten Staaten – sehr deutlich vor Augen geführt, daß sie den Bewegungen der Wechselkurse auch in einem System flexibler Wechselkurse nicht völlig passiv gegenüberstehen können. In der vorliegenden Arbeit werden die gängigen Währungstheorien darauf überprüft, inwieweit sie sich als wirtschaftspolitische Handlungsanweisung zum Abbau oder auch zur Vermeidung eines „misalignment“ von Wechselkursen eignen.

Es zeigt sich, daß keine der vorherrschenden Theorien über eine ausreichende empirische Relevanz verfügt, um daraus operationale Handlungsanweisungen für die Währungs- und Wirtschaftspolitik ableiten zu können. Geht man mit einem geringeren Anspruch an die Theorien heran, dann erweist sich der Finanzmarktansatz des Wechselkurses immerhin als eine Orientierungshilfe für die Wirtschaftspolitik, da er die für die Wechselkursdetermination zentralen Faktoren klarer erkennen läßt als alle anderen Modelle. Gleichwohl fehlt es der Währungspolitik heute an einem soliden theoretischen Fundament. Will sie dem „misalignment“ einer Währung (also einer mittelfristig mit Fundamentalfaktoren nicht mehr erklärbaren Wechselkursentwicklung – im Gegensatz zu kurzfristigen Abweichungen eines Wechselkurses von einem wie auch immer bestimmten Trend) entgegenzutreten, so empfehlen sich vor allem Maßnahmen mit Signal- und Ankündigungseffekten, mit denen am ehesten eine Korrektur fehlgeleiteter Wechselkurserwartungen bewirkt werden kann. Vor Zielzonen im Sinne unverbindlicher Absichtserklärungen der Notenbanken ist abzuraten, da damit die Glaubwürdigkeit der Notenbanken aufs Spiel gesetzt werden kann.

## Summary

### Exchange Rate Theories and Economic Policy

The false trend of the dollar exchange rate in the years 1984 and 1985 has demonstrated very clearly to economic policy makers – especially those in the United States – that even in a system of flexible exchange rates they cannot adopt a completely passive attitude to exchange rate movements. The present study examines the extent to which the current monetary theories can serve as pointers for economic policy action aimed at reducing or avoiding misalignment of exchange rates.

It proves that none of the prevailing theories have sufficient empirical relevance to enable derivation of operational action guidelines for monetary and economic policy. If less exacting demands are made on the theories, the financial market approach to exchange rates proves at least an orientation aid for economic policy, because it permits clearer recognition of the central factors for exchange rate determination than all other models. Nevertheless, at present monetary policy lacks a solid theoretical foundation. If it sets out to counter the misalignment of a currency (i. e. exchange rate trend no longer explainable on a medium-term basis with fundamental factors – as opposed to short-term deviations of an exchange rate from a specific trend of any

sort), above all measures with a signal or announcement effect are recommendable, with which a correction of misguided exchange rate expectations is most likely to be effected. Target zones in the sense of non-binding declarations of intent by central banks are inadvisable, since this might risk the credibility of the central banks.

## Résumé

### **Théories des taux de change et politique économique**

L'évolution fâcheuse du cours du dollar pendant les années 1984 et 1985 a montré très clairement aux économistes – avant tout aux Etats-Unis – qu'ils ne peuvent pas faire face de façon entièrement passive aux mouvements des taux de change, même lorsque ceux-ci sont flottants. L'auteur du présent travail analyse à quel point les théories monétaires courantes sont adéquates, comme procédés de politique économique, à abolir ou même à empêcher un « misalignment » de taux de change.

Aucune des théories prépondérantes, comme on le voit, n'a une importance empirique suffisante permettant d'en déduire des procédés opérationnels pour la politique monétaire et économique. Si l'on exige moins des théories, la conception de marché financier des taux de change peut servir après tout d'orientation à la politique économique. En effet, elle laisse apparaître plus clairement que tous les autres modèles les facteurs centraux pour déterminer les taux de change. Néanmoins, la politique monétaire actuelle manque de fondement théorique solide. Si elle veut combattre le « misalignment » d'une monnaie (c'est-à-dire une évolution des taux de change à moyen terme qui ne peut plus s'expliquer par des facteurs fondamentaux – à l'encontre d'écart à court terme d'un taux de change d'une tendance déterminée –), elle doit prendre avant tout des mesures qui ont effets de signal et d'avertissement, mesures susceptibles de corriger des attentes de taux de change défavorables. Des zones d'objectifs dans le sens de déclarations d'intention sans obligation des banques d'émission sont déconseillées car elles pourraient mettre en jeu la fiabilité de celles-ci.