

Fahning, Hans; Hiss, Dieter; Scharrer, Hans-Eckart; Filc, Wolfgang

Article — Digitized Version

## Gibt es eine Alternative zum Dollar?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Fahning, Hans; Hiss, Dieter; Scharrer, Hans-Eckart; Filc, Wolfgang (1983) : Gibt es eine Alternative zum Dollar?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 63, Iss. 9, pp. 427-439

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/135836>

**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.*

## Gibt es eine Alternative zum Dollar?

Angesichts des jüngsten Höhenfluges des Dollars und seiner negativen Auswirkungen auf die deutsche Volkswirtschaft regt Dr. Hans Fahning die Schaffung einer neuen europäischen Reservewährung als Alternative zum Dollar an. Dr. Dieter Hiss, Dr. Hans-Eckart Scharrer und Professor Wolfgang Filc nehmen Stellung.

---

Hans Fahning

### Die Notwendigkeit einer neuen Reservewährung

Die erratische kontinuierliche Aufwertung des Dollars droht die keimende deutsche Konjunktur schon in der Anfangsphase zu erschlagen. Obwohl die Bundesrepublik über eine positive Leistungsbilanz verfügt, eine gemäßigte Preissteigerungsrate aufweist, einen Konsolidierungskurs der öffentlichen Haushalte steuert und eine leicht aufwärts gerichtete Konjunktur besitzt, hat die D-Mark gegenüber dem Dollar in den letzten Monaten weiter erheblich an Wert verloren. Dies ist eine Entwicklung, die aus den Gesetzen der Ökonomie so ohne weiteres nicht zu erklären ist.

Die Ursache dafür ist eine negative Kapitalbilanz. Die Bundesbank ist gezwungen, ein für die Konjunkturlage zu hohes Leitzinsniveau festzusetzen, um dadurch die Attraktivität der Kapitalanlagen in der Bundesrepublik nicht noch weiter zu vermindern und den Kapitalabfluß in Grenzen zu halten. Die Konsequenz hieraus ist ein steigendes Realzinsniveau; dieses dämpft wiederum die deutsche Investitionsneigung mit der Folge, daß die deut-

sche Investitionskonjunktur lahmst. Damit ist die Deutsche Bundesbank und auch die deutsche Konjunktur gleichsam eingeschlossen in den amerikanischen Datenkranz; und wir können uns auch aus eigener Kraft nicht aus den Zwängen dieser Fakten befreien.

#### Fehlende Währungsdisziplin

Die amerikanische Seite wirkt weder dem Anstieg des Wechselkurses noch der realen Zinssteigerung entgegen. Der Zinsanstieg, der als hauptsächlicher Störfaktor anzusehen ist, hat seine Gründe in der Unsicherheit über die künftige monetäre Entwicklung in den Vereinigten Staaten (Inflationserwartungen). Die anhaltenden und in Zukunft erwarteten Haushaltsdefizite sind die eine Ursache der Unsicherheit, das Fehlen einer glaubhaften geldpolitischen Strategie die andere. Selbst auf die Gefahr hin, daß der Wechselkurs des Dollars zu hoch ist und mittelfristig eine Abwertung des Dollars nicht ausgeschlossen ist, hält die generelle Anlagepräferenz in den Dollar an, weil die

Erwartung besteht, daß der zwischenzeitliche Zinsnutzen höher sein wird als der künftige mögliche Abwertungsverlust. Der Dollar ist somit die dominierende Reserve- und Anlagewährung der Weltwirtschaft nicht nur geblieben, sondern hat in den letzten Monaten seinen Reserve- und Anlagecharakter weiter verstärkt. Diese Tatsache wiederum verhindert einen automatischen Zwang für die amerikanische Regierung, währungspolitische Disziplin zu üben und zu halten.

Für Europa und die Bundesrepublik stellt sich daher die Frage, wie sie sich unter diesen Gegebenheiten von der Dollarhegemonie lösen können. Die in den vergangenen Jahren – insbesondere in den Schwächeperioden des Dollars – zu beobachtende Tendenz zahlreicher Notenbanken, ihre Währungsreserven zu diversifizieren, stellt keineswegs eine wünschenswerte Alternative dar. Dies gilt speziell für die Bundesrepublik Deutschland, deren D-Mark zu einer „Reservewährung wider Willen“ geworden ist und deren Anteil an den Weltwährungs-

reserven mittlerweile ca. 15 % betragen dürfte; denn dadurch erhöht sich das Potential für – die Wechselkurse kurzfristig destabilisierende – Kapitalbewegungen, wie wir sie erst unlängst beobachten konnten.

### Zinsen „schlagen“ Preise

Die Bestimmungsgründe derartigen Schwankungen der Wechselkurse sollen nun mit einem kurzen Exkurs in die Erkenntnisse der Wissenschaft aufgezeigt werden. Für die Entwicklung der Wechselkurse lassen sich eine Reihe von Faktoren nennen, die vor dem Hintergrund der empirischen Evidenz und ihrer theoretischen Fundierung den Devisenangebots- und -nachfragemechanismus zu erklären vermögen. Als entscheidende – langfristig sich durchsetzende – Determinante wird ohne Zweifel der Kaufkraftparitäten-Theorie hervorragende Bedeutung beigemessen (purchasing power parity = PPP): also das Verhältnis des Preisniveaus eines Landes zu dem eines anderen Landes unter Berücksichtigung der sonstigen natürlichen Unterschiede – bzw. als explizite Formulierung in der komparativen Variante: die Änderung des Preisniveauperhältnisses zwischen zwei Zeitpunkten<sup>1</sup>. Kurzfristig können derartige güterwirtschaftlich „reale“ Komponenten allerdings durch Vorgänge in der Kapitalbilanz überdeckt werden, so daß Änderungen bzw. Differenzen in den Zinssätzen besonders große Bedeutung beigemessen werden muß. In diesem Fall „schlägt“ die Zinsparitätentheorie (interest parity = IP) die PPP, wobei Geldbewegungen durch Differenzen zwischen Kurssicherungskosten und

$$w = \frac{P_i}{P_a} \cdot k \text{ bzw. } w_1 : w_0 = \frac{P_{i,1}}{P_{a,1}} : \frac{P_{i,0}}{P_{a,0}}$$

wobei: w = Wechselkurs; P = Preisniveau, es müßte auch den realen Zins enthalten; i = Inland; a = Ausland; 0, 1 = Periode 0 bzw. 1; k = „natürliche“ Unterschiede zwischen den Ländern, also alles, was nicht im Preisniveau enthalten ist.

Zinsdifferenzen unter Berücksichtigung der Wechselkurerwartungen induziert werden.

Wenn unter den gegebenen Bedingungen im Land A der reale Zins steigt, müßte sich der Wechselkurs entsprechend verändern. Anders ausgedrückt: Der Wechselkurs A steigt, bis PPP oder die Kohärenz zwischen der Zinsdifferenz und dem Swapsatz wieder erreicht ist und somit wieder ein Gleichgewicht herrscht. Dieser Anpassungsmechanismus sollte nicht durch Marktintervention (Verkäufe von A-Währung) behindert werden, weil es sinnlos und auf die Dauer auch gar nicht durchzuhalten ist. Die Leitlinie

Die Autoren  
unseres  
Zeitgesprächs:

*Dr. Hans Fahning, 58, ist geschäftsleitender Direktor der Hamburgischen Landesbank und Vorsitzender des Verbandes öffentlicher Banken e. V. in Bonn.*

*Dr. Dieter Hiss, 53, ist Präsident der Landeszentralbank in Berlin und Mitglied des Zentralbankrates der Deutschen Bundesbank. Der Verfasser gibt in dem Artikel seine persönliche Auffassung wieder.*

*Dr. Hans-Eckart Scharrer, 45, ist Leiter der Forschungsabteilung Internationale Finanzen, Wirtschaftsbeziehungen zwischen Industrieländern im HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.*

*Prof. Dr. Wolfgang Filc, 40, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld, Kredit, Währung, an der Universität Trier.*

wäre also, im Verhältnis zu den USA in Europa den Dollarkurs steigen zu lassen und konjunkturellisch auf die Verbesserung der Terms of Trade zu bauen.

### Gleichschritt der EG-Länder

Allerdings ist der geschilderte Anpassungsmechanismus in der heutigen Praxis unvollkommen. Die skizzierten Theorien sprechen für sein Funktionieren bei *unabhängigen* Wechselkursen. Hingegen kann der DM-Wechselkurs gegenüber dem Dollar *nicht* schwanken, sondern nur in Abhängigkeit von den Interventionsverpflichtungen aus internationalen Vereinbarungen (EWS). Jedoch würde diese Abhängigkeit relativiert, wenn sämtliche EWS-Mitglieder eine möglichst gleichgerichtete Politik betreiben würden („Gleichschritt“-Problematik). Daraus folgt, daß entweder eine möglichst gleichgerichtete monetäre Politik im EWS verabredet und eingehalten wird – oder die Bundesrepublik das EWS verläßt.

Die vorgenannten Konsequenzen sind politisch nicht durchsetzbar, wengleich zur Aufhebung der Dollar-Hegemonie am besten geeignet. Deshalb ist zu prüfen, ob durch Marktveränderungen auf die amerikanische Regierung ein Einfluß dahingehend ausgeübt werden kann, daß das währungspolitische Verhalten auf eine stärkere Disziplin orientiert wird.

### Änderung der Anlagestruktur

Tatsache ist, daß die Bundesrepublik und andere Länder ihre Währungsreserven zum großen Teil in Dollar anlegen. Die Brutto-Währungsreserven der Bundesbank beliefen sich Ende Juli 1983 auf 83,01 Mrd. DM<sup>2</sup>. Davon waren 38,26 Mrd.

<sup>2</sup> Die Auslandsverbindlichkeiten betragen 14,04 Mrd. DM und die Netto-Auslandspositionen der Bundesbank (einschließlich sonstiger Forderungen an das Ausland) 71,44 Mrd. DM.

DM (46 %) US-Dollar-Anlagen und 13,69 Mrd. DM (17 %) in (unterbewerteten) Goldbeständen angelegt. Die Dollar-Anlagen sind in der Regel kurz- und mittelfristige US-Staatspapiere. Es ist schlecht vorstellbar, daß die Brutto-Dollar- und Goldreserven von zusammen fast 50 Mrd. DM kurzfristig zum Ausgleich der deutschen Leistungsbilanz benötigt werden. Die Bestände werden vielmehr auch in Zukunft kurz- und mittelfristig angelegt werden können.

Für die Welt-Geldmenge, d. h. die internationale Liquidität (und damit für die Inflationsfrage) ist es unerheblich, in welcher Währung und wie die genannten Bestände angelegt werden. Dieser Punkt ist hier auch ohne Relevanz – von Bedeutung für die hier anstehende Frage ist die Anlagestruktur der Währungsreserven, wobei unter Beibehaltung der Konvertibilität nur die offiziellen Reserven der Notenbanken zur wirtschaftspolitischen Disposition stehen.

Deshalb könnte man erwägen, einen Teil der Dollar-Reserven bei anderen erstklassigen Adressen in harten Währungen kurz- und mittelfristig anzulegen. Eine solche Aktion müßte natürlich gebündelt werden. Auf internationaler Ebene bietet sich als Institution zur Regelung derartiger Aufgaben der IWF an. Die Sonderziehungsrechte (SZR) stellen einen Ansatz dar, der jedoch wegen des zu geringen Volumens und der Ausgestaltung eine umfassende Reservefunktion nicht hat übernehmen können. So lange der Einfluß der USA im IWF so bedeutend ist wie zur Zeit, sehe ich auch keine Chance, über den Währungsfonds – etwa mit einer sinnvollen Ausgestaltung eines Substitutionskontos – eine Reservealternative zum Dollar zu schaffen.

#### Konzertierte Aktion

Als europäische Alternative wäre der Ausbau des EWS mit dem ECU als echte Reservealternative und Anlagewährung möglich. Die ein-

gangs skizzierte Gefahr, daß hier eine enorme Manövriermasse für kurzfristige Kapitalbewegungen entsteht, ist zwar nicht von der Hand zu weisen, hier entsteht jedoch ein – von der Wirtschaftskraft her – den USA vergleichbarer Währungsblock, bei dem die Chance besteht, daß er sich aus seiner Reservestruktur heraus gegenüber den wirtschafts- und währungspolitischen Amokläufen der USA wehren kann.

Ich würde allerdings einer konzertierten Aktion aller Dollargeschädigten eindeutige Präferenz einräumen. Sie sollte am besten alle EG-Mitgliedsländer, einige OPEC-Staaten sowie Japan einschließen. Wenn es eine Prestigefrage wäre, die Guthaben in ECU anzulegen, könnte man eine neue Kunstwährung schaffen, eventuell auch unter Einbezug der bekannten Ideen des Haltens von Währungsreserven als Rohstoffreserven, was sich zugleich entwicklungspolitisch positiv einsetzen ließe. Diese Vorschläge sind in jedem Fall einer näheren

## VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

### NEUERSCHEINUNG

Walter Bakenecker

### PORTFOLIOTHEORETISCHE WECHSELKURSANALYSE

Die vorliegende Arbeit liefert einen Beitrag zur Integration von Strom- und Bestandsgrößenansätzen in der Wechselkursstheorie. Der Autor faßt einen an Bestandsgrößen orientierten Finanzmarktansatz und ein auf der Stromgrößentheorie aufbauendes Modell des internen und externen Gleichgewichts zu einem kombinierten Strom-/Bestandsmodell zusammen. Aus der Analyse der gegenseitigen Beeinflussung von Real- und Finanzbereich einer Volkswirtschaft kann neben anderen makroökonomischen Variablen der Wechselkurs bestimmt werden.

Großoktav, 260 Seiten, 1983, Preis brosch. DM 49,-

ISBN 3-87895-235-X

V E R L A G W E L T A R C H I V G M B H - H A M B U R G

Prüfung wert, ob nun der durch ihre Realisierung ausgeübte Einfluß auf die US-Administration Wirkung hat oder nicht.

Mit scheint, daß die Bundesregierung am ehesten legitimiert ist, hier die Initiative zu ergreifen, denn die Bundesrepublik ist konjunkturell gelähmt und einseitig fixiert, obwohl sie unter Opfern und Anpassungsfriktionen den Stabilitätskurs durch-

hält. Wenn die Konjunktur nicht anspringt, so sind eben auch ungewöhnliche Schritte gerechtfertigt.

Es muß noch einmal unterstrichen werden, daß die Ursachen für die gegenwärtigen monetären und konjunkturpolitischen Schwierigkeiten in den Bewegungen des amerikanischen Zinsniveaus liegen (Inflationserwartungen). Eine grundlegende Änderung dieser Situation

kann nur erhofft werden, wenn die Gründe für die Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten ausgeräumt werden. Ob das überhaupt, und wenn, vor der Präsidentschaftswahl möglich sein wird, erscheint fraglich. Darauf können wir angesichts hoher und noch steigender Arbeitslosigkeit nicht warten. Es besteht weniger Erkenntnis- als Handlungsnotstand.

Dieter Hiss

## Eine europäische Währung ist noch nicht in Sicht

Der kürzliche Sprung des Dollarkurses auf über 2,70 DM hat erneut die Frage aufgeworfen, ob die Europäer wirklich alle ihnen zu Gebote stehenden Mittel ausgeschöpft haben, um die vom „Tanz des Dollar“ ausgehenden nachteiligen Wirkungen für die europäische Wirtschaft abzuwenden. In diesem Zusammenhang regte Hans Fahning an, in der Europäischen Gemeinschaft Möglichkeiten einer Abkoppelung vom Dollar erneut zu prüfen. Insbesondere sollte nach seiner Meinung auf der Basis eines Währungskorbes eine neue Reserveeinheit neben dem Dollar als Alternative zur D-Mark geschaffen werden. Diese sollte in der Lage sein, die D-Mark von ihrer gegenwärtigen Reserverolle zu entlasten. An die Stelle der Wechselbeziehungen Dollar – D-Mark träte dann die Beziehung zwischen dem Dollar und dieser neu zu schaffenden europäischen Reserveeinheit.

Schon daraus erkennt man jedoch, daß in einem offenen Handelssystem und bei freiem Kapitalverkehr konvertible Währungen in einem engen Abhängigkeitsverhältnis zueinander verbleiben. Es kann höchstens graduell für einzelne

Währungen abgemildert werden. In unserem Fall dann, wenn die „Qualität“ einer neuen europäischen Reserveeinheit sie auf freiwilliger Basis den Anlegern als Substitut zur D-Mark empfiehlt. Andernfalls würde weiterhin unmittelbar die D-Mark vorgezogen und die neue Einheit von ausländischen Währungsbehörden und anderen Anlegern „links“ liegen gelassen. Damit die neue Einheit aber die erforderliche Attraktivität gewinnt, müßten letztlich die hinter ihr stehende europäische Wirtschaft und Wirtschaftspolitik sich durch all die Qualitäten auszeichnen, die für den Aufstieg der D-Mark zur zweitwichtigsten Reservewährung maßgebend waren. Bei dem Gewicht, das die D-Mark auch innerhalb einer europäischen Reserveeinheit (Währungskorb) voraussichtlich besäße – ihr Anteil an der ECU z. B. beträgt zur Zeit 37 % –, wäre es sicher eine Illusion zu glauben, die D-Mark könnte die Beschränkungen, die ihre internationale Dimension der deutschen Geldpolitik auferlegt, ganz abstreifen.

Im einzelnen sollen drei Fragen analysiert werden:

das Dollarproblem;

die Eigenschaften von „Kunstwährungen“;

politische, währungs- und wirtschaftspolitische Voraussetzungen für eine europäische internationale Reserveeinheit.

### Der Tanz des Dollar

Der US-Dollar hatte sich bis zum 11. August 1983 gegenüber der D-Mark seit seinem Tiefstand Anfang 1980 unter heftigen Schwankungen um rund 55 % aufgewertet. Da die Wechselkursschwankungen des Dollar weit über die gleichzeitigen Inflationsdifferenzen hinausgegangen sind, waren auch die realen Wechselkurse starken Schwankungen unterworfen. Dadurch nahmen die Risiken weltmarktorientierter Investitionen zu; deren Gewinnschwelle wurde angehoben und das Wirtschaftswachstum auch dadurch gebremst. Der Welthandel und die weltwirtschaftliche Arbeitsteilung wurden behindert. Neben den Gütermärkten werden die Finanzmärkte nicht minder von dem unsteten Dollar berührt. Die Versuche, die Unsicherheit wenigstens durch Trendprognosen für den Dollarkurs anhand seiner „fundamentalen“ Determinanten zu begrenzen, sind wieder und wieder ge-

scheitert. Auch für 1983 war ursprünglich eher eine Abwertungstendenz gegenüber der D-Mark erwartet worden als die tatsächlich seit dem Frühjahr eingetretene Aufwertung.

Dennoch weisen wichtige „fundamentals“ des Dollar weiter in Richtung auf eine Abwertung: Das Defizit in der US-Handelsbilanz ist beschleunigt gestiegen, so daß die US-Administration auch im Außenhandel ein Rekorddefizit in Höhe von 70 Mrd. \$ erwartet, während sich die Bundesrepublik erheblicher Leistungsbilanzüberschüsse erfreut. Die Diskussion über das Budgetdefizit in der Bundesrepublik hat sich beruhigt, in den USA dagegen ist vorerst keine verlässliche Lösung für die enormen Defizite in Sicht. Der Widerspruch zu den ursprünglichen Plänen der Reagan-Administration, das Budget ab 1984 auszugleichen, ist eklatant. Andererseits haben sich die hohen amerikanischen Preissteigerungsraten verringert, die Inflationsdifferenzen zur D-Mark sind eingeebnet, und die Geldpolitik in den USA erscheint, gemessen an der Entwicklung der breiteren Geldmengenaggregate, als mäßig expansiv. Ein ähnliches Prädikat dürften Finanzanalytiker der deutschen Geldpolitik zuweisen, so daß vom relativen geldpolitischen Impuls her auch keine nachhaltige weitere Dollaraufwertung zu erwarten wäre.

### D-Mark unter Druck

Es geschieht jedoch das Unerwartete: Wie schon häufiger in den letzten drei Jahren geriet wiederum die D-Mark bei Steigerungstendenzen für Dollarzinsen am stärksten unter Druck, weil sie als zweitwichtigste Reservewährung eine engere Substitutionsbeziehung zum Dollar aufweist als andere Währungen. Angesichts einer Zinsdifferenz von rund 4 Prozentpunkten erscheint es

vielen attraktiv, aus der D-Mark auszusteiigen oder sich in D-Mark zu verschulden und auf Dollar lautende Finanzanlagen zu erwerben. Die Entwicklung in den USA hat somit zum jüngsten Anstieg der D-Mark-Zinsen beigetragen. Die noch schwächliche Erholung in der Bundesrepublik wird dadurch gefährdet.

Die hohen Realzinsen in den USA und die Erwartung, daß sie auch weiterhin hoch bleiben werden – als Folge hoher Staatsdefizite (letztlich also einer keynesianischen Konjunkturpolitik) und einer erwarteten Steigerung der privaten Kreditnachfrage im Zuge der wirtschaftlichen Belebung in den USA –, saugen das Kapital aus aller Welt an. Die reichste Nation der Welt läßt sich ihre Defizite im Staatsbudget und in der Handelsbilanz von anderen finanzieren. Die Entwicklungs- und Wachstumschancen des Rests der Welt werden verringert. Selbst die von der Dollarhausse auf die Bundesrepublik und andere Länder ausgehende Exportanregung dürfte durch die wirtschaftliche Schwäche im Dollarraum außerhalb der USA (OPEC, Schwellenländer) und den verschärften Handelsprotektionismus in den USA selbst weitgehend neutralisiert werden.

### Vorbilder

Eine Lösung des Dollarproblems erscheint also so dringend wie selten zuvor. Die Überlegungen von Hans Fahning, die Abhängigkeit der Weltwirtschaft vom Dollar mit Hilfe einer Kunstwährung zu mildern, können sich auf Vorbilder stützen: Bekanntlich führte der Internationale Währungsfonds (IWF) bereits 1969 die Sonderziehungsrechte (SZR) ein. Zehn Jahre später wurde im Zusammenhang mit dem Europäischen Währungssystem (EWS) die Europäische Währungseinheit (ECU) geschaffen. Die SZR setzten

sich ursprünglich aus 16 Währungen zusammen; 1979 wurde der Inhalt des Korbes auf fünf Währungen reduziert (Dollar, D-Mark, Yen, Pfund, Franc). Erst seitdem sind die SZR häufiger für internationale Anleihen verwendet worden. Aber unverändert werden die Einzelwährungen der Hartwährungsländer sowohl für die Anlage von Finanzkapital und Währungsreserven als auch als Numéraire bevorzugt.

Die ECU ist wohl nicht allein aufgrund ihres späteren Starttermins noch weniger für private Transaktionen verwendet worden. Dies mag auch an der recht unterschiedlichen Wertschätzung liegen, die den einzelnen EG-Währungen, die den ECU-Währungskorb bilden, entgegengebracht wird.

### Schwächen der Kunstwährungen

Zu jedem Zeitpunkt werden Finanzanalytiker die einzelnen Währungen eines Korbes nach ihrer Stärke klassifizieren können: es besteht also eine Rangordnung der Währungen, die sich im Zeitablauf durchaus ändern kann. Die Präferenzen für die einzelnen Währungen unterscheiden sich, weil sich die Qualität der Währungen in der Regel unterschiedlich entwickelt. Zu den wichtigsten Determinanten dieser Qualität zählen die relativen laufenden und die erwarteten Inflationsraten, die relative Entwicklung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit und der Zahlungsbilanz, die Geld-, Finanz- und Lohnpolitik, der Ordnungsrahmen, die Höhe der Finanz- und der Realkapitalrendite sowie last but not least die innere und äußere politische Lage eines Landes. Solange die wirtschaftliche Entwicklung in den einzelnen Ländern divergiert und die Wirtschaftspolitik nicht koordiniert wird, werden die Währungen Auf- oder Abwertungstrends unterworfen sein.

Der Währungskorb repräsentiert nun den Durchschnitt der in ihm enthaltenen Währungen, so daß folglich immer mindestens eine Währung – normalerweise einige Währungen – höher als der Währungskorb eingeschätzt werden. Die jeweils stärkste Währung wird gegenüber dem Währungskorb die attraktivere Alternative sein. Das Bild wandelt sich ein wenig zugunsten eines Währungskorbes, sobald sich im Zeitablauf wandelnde Risikoaspekte (z. B. Schwankungen der relativen Attraktivität der im Korb versammelten Währungen) mit berücksichtigt werden. Wechselkurs- und Renditeschwankungen dürften beim Währungskorb aufgrund der Durchschnittsbildung geringer sein als bei einzelnen Währungen. Das gilt insbesondere, wenn in einem Währungskorb solche Währungen zusammengefaßt werden, die die Anleger als Substitute ansehen. Die Korbwährung bietet Eigenschaften eines diversifizierten Währungsportfolios und kann unter diesem Aspekt den Kauf einzelner Währungen ersetzen.

Auch institutionelle Schwächen erschweren die private Verwendung von Korbwährungen. In SZR und in ECU sind bisher kaum private Zahlungen durchgeführt worden. Der Welthandel und auch internationale Kapitaltransaktionen werden nach wie vor in Dollar, Pfund, D-Mark und anderen Währungen abgewickelt. Bei der praktischen Handhabung der Kunstwährungen als Anlage- und Reservemedien entstehen in der Regel höhere Transaktions- und Informationskosten als bei den verbreiteten Einzelwährungen. Gegenüber einer Anlage etwa in Dollar haben die in SZR oder ECU denominierten Werte den Nachteil, auf einen ausgesprochen engen Markt zu treffen. Das Spektrum der Anlagemöglichkeiten ist sehr schmal. Kursschwankungen

von ECU-Wertpapieren werden größer sein als von Dollaranlagen. Die Zentralbanken hätten sich zu einer sehr intensiven Kurspflege zu verpflichten, um diesen Nachteil auszugleichen. Die Schuldenmanager der Regierungen müßten für ein ähnlich breites Angebot an Korbwährungstiteln sorgen, wie es bereits für nationale Währungen der Fall ist. Privatbanken sind zwar bereit, ECU-Einlagen aufzunehmen, sehen sich beim Management dieser Konten aber noch erheblichen Schwierigkeiten gegenüber, u. a. weil sie gezwungen sind, als Gegenposten Aktivpositionen in den einzelnen Korbwährungen aufzubauen, weil ein Geldhandel in ECU ebenso fehlt wie eine Clearingstelle und ein lender of last resort. Anders als nationale Währungen sind SZR und ECU kein gesetzliches Zahlungsmittel, d. h. Zahlungen in diesen Korbwährungen müssen nicht akzeptiert werden.

#### **Erfolgsbedingungen neuer Reservemedien**

Damit die ECU gegenüber dem Dollar und anderen Reservewährungen attraktiv und wettbewerbsfähig wird, müssen die europäischen Regierungen die Anziehungskraft ihrer Wirtschaftspolitik entscheidend verbessern. Die konzeptionelle Schwäche der ECU, Währungen miteinander zu verbinden, die sich sehr unterschiedlicher Wertschätzung der internationalen Anleger erfreuen, kann grundsätzlich auf zwei Wegen aufgehoben werden:

□ Der beschwerlichere Weg führt über einen verstärkten wirtschaftspolitischen Gleichklang der EG-Länder im Sinne einer Stabilitätsgemeinschaft. Das würde überall nicht nur gleich starken politischen Willen zur Orientierung an diesem Ziel voraussetzen, sondern auch überall gleich günstige Erfolgsbedingungen für eine stabilitätsorientierte

Wirtschaftspolitik. Dafür ist das Klima in der EG angesichts anhaltender wirtschaftlicher Schwierigkeiten und zentrifugaler Kräfte in wichtigen Bereichen gegenwärtig alles andere als günstig.

□ Der bequemere Weg, die ECU zu popularisieren, liefe auf eine Art Wechselkursgarantie hinaus, mit deren Hilfe eine drohende Diskrepanz in der Wertentwicklung zwischen den stärksten Währungen und dem Währungskorb vermieden würde. Das bedeutete indessen die Fixierung falscher Wechselkurse gegen die Marktkräfte, ein auf Dauer hoffnungsloses und nicht finanzierbares Unterfangen. Auf lange Sicht erfolversprechend ist im Prinzip allein der Weg über die Stabilitätszone zur Währungsunion. Aber wird Europa eines Tages die politische Kraft haben, ihn zu gehen?

Eine echte Alternative zum Dollar kann eine Korbwährung erst dann werden, wenn sie nicht allein als Recheneinheit dient, sondern auch als Wertaufbewahrungsmittel und schließlich als Zahlungsmittel verwendet wird. ECU und SZR gewinnen allenfalls langsam als Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel an Bedeutung; von einer selbstverständlichen Nutzung für private Transaktionen sind beide Kunstwährungen noch weit entfernt. Ein großer Markt aber ist eine unabdingbare Voraussetzung für eine multinationale Währung, die die Weltwirtschaft vor Erschütterungen durch den US-Dollar schützen kann. Eine europäische Lösung für das Dollarproblem ist nur auf der Grundlage einer erfolgreichen europäischen Wirtschafts- und Währungspolitik denkbar. Es gibt keinen technischen Kniff, der es erlaubt, auf Abkürzungswegen und unter Vermeidung dieses Punktes an das Fahning vorschwebende Ziel zu gelangen.

Hans-Eckart Scharrer

## Kunstwährungen sind wenig attraktiv

Die Suche nach einer Alternative zum Dollar ist schon so alt wie das internationale Währungssystem der Nachkriegszeit selbst. Hans Fahning befindet sich daher mit seiner Forderung in guter Gesellschaft mit John Maynard Keynes („Bancor“), Roy Harrod, Robert Triffin und anderen prominenten Nationalökonomern und Währungspolitikern, die sich für die Schaffung von Kunstwährungen eingesetzt haben.

Der Zweck dieser Währungen wurde zunächst – bei festen Wechselkursen – vor allem in der Abkoppelung des Angebotes an internationaler Liquidität von den Zufälligkeiten der Goldversorgung und der amerikanischen Leistungsbilanzentwicklung gesehen. Das Angebot sollte vielmehr bedarfsgerecht nach „rationalen“ Kriterien gesteuert werden, wie dies auf nationaler Ebene bereits seit dem Zusammenbruch des Goldstandards geschieht oder doch zumindest versucht wird.

Mit dem Übergang zum Floating trat ein anderer Gesichtspunkt in den Vordergrund: Angesichts eines – tatsächlichen oder vermeintlichen – Dollar-„Überhangs“ sollte den nationalen Währungsbehörden, aber auch privaten Investoren eine attraktive Anlage-Alternative zum Dollar geboten werden. Zugleich wurden Pläne wieder aufgenommen, die Europäische Gemeinschaft im Innenverhältnis durch Ausstattung mit einer eigenen europäischen Währung vom Dollar zu emanzipieren, ein Gedanke, der alsbald mit den Überlegungen zur

Schaffung einer internationalen Alternative zum Dollar verknüpft wurde.

### Experimente mit Kunstwährungen

Ihren Niederschlag fanden diese Überlegungen vor allem im Sonderziehungsrecht (SZR) des Internationalen Währungsfonds (IWF) sowie in der Europäischen Rechnungseinheit (ERE) und ihrer Nachfolgerin, der ECU. Das SZR, 1969 zunächst als „Papiergold“ geschaffen und mit einer Goldparität von 35 SZR je Feinunze ausgestattet, war zugleich im Verhältnis 1:1 an den Dollar gebunden. Als Ergebnis der 1972 eingeleiteten Beratungen über eine Reform des internationalen Währungssystems („Nairobi-Reform“) wurde dann das SZR auf eine neue, breitere Basis gestellt. Danach errechnete sich sein Kurs zunächst als gewogener Durchschnitt der Wechselkurse von 16 Währungen; 1981 wurde der Korb auf nur fünf Valuten (Dollar, D-Mark, Pfund, Franc und Yen) reduziert und das SZR damit „handlicher“ gemacht. Experimentiert wurde auch mit der Verzinsung. Lag die Verzinsung für SZR-Guthaben beim IWF zunächst unter der Marktverzinsung, so kam es mit der Konzentration des Währungskorbes auch zu einer Angleichung an den gewogenen Marktzins. Im Laufe der Zeit wurden auch die Zeitintervalle für die Zinsanpassungen verkürzt; der jüngste Schritt in dieser Richtung ist die erst kürzlich beschlossene wöchentliche Neufestsetzung der Zinsen.

Wie das Sonderziehungsrecht ist auch die Europäische Währungseinheit (ECU) ihren Kinderschuhen noch nicht entwachsen. Was die Konstruktion des europäischen Kunstgeldes betrifft, so war die ERE, die Vorläuferin der ECU, anfangs ebenfalls an Gold und den Dollar gekoppelt, während die ECU durch einen Korb von neun Währungen definiert ist. Eine Straffung des Korbes, Voraussetzung für ihre breitere Durchsetzung auf europäischer und internationaler Ebene, steht aber noch aus. Vom SZR unterscheidet sich die ECU vor allem dadurch, daß Dollar und Yen in ihrem Korb nicht enthalten sind.

Experimente mit Korbrechnungseinheiten wurden auch von Banken angestellt. Das bekannteste Beispiel ist die EURCO, die als Anleihewährung vorübergehend eine gewisse Bedeutung erlangte, inzwischen aber von der ECU praktisch verdrängt wurde.

### Notwendige Merkmale

Der kurze Rückblick auf die Nachkriegshistorie der Kunstwährungen zeigt bereits, daß die Versuche über ein experimentelles Stadium noch nicht hinausgelangt sind. Vor allem aber vermochten sich SZR und ECU bisher nicht als nennenswerte Anlage-Alternativen zu Dollar, D-Mark und anderen nationalen Währungen zu etablieren. Um dem Dollar wirksam Paroli bieten zu können, müßten sie in den Augen potentieller Anleger über Merkmale verfügen, die sie der amerikanischen Währung – aber



auch anderen nationalen Valuten – als überlegen, zumindest aber als gleichwertig erscheinen ließen. Das beinhaltete vor allem

- die Wahrscheinlichkeit eines anhaltend „starken“ Wechselkurses,
- eine attraktive Verzinsung,
- eine große Palette an Anlagetiteln und
- ein breites Angebot an erstklassigen Schuldnern.

### Sonderziehungsrechte

Betrachtet man zunächst die Kurs- und Zinsentwicklung im Zusammenhang, so ist festzustellen<sup>1</sup>, daß eine SZR-Anlage beim IWF über den Gesamtzeitraum 1973-81 sich besser rentiert hat als eine Anlage in US-Schatzwechseln. Noch vorteilhafter war freilich die Anlage in deutschen oder japanischen Geldmarkttiteln. Die Entscheidung offizieller Geldvermögensbesitzer (Währungsbehörden), ihre Reserven zum Teil in D-Mark und – in geringerem Maße – in Yen zu halten, erweist sich daher im nachhinein als durchaus begründet. Zu fragen ist, warum sie nicht in einem stärkeren Maße auch in Sonderziehungsrechten statt in Dollar investiert haben. Tatsächlich machen SZR-Anlagen nur 5 % aller Währungsreserven (ohne Gold) aus, während 63 % in Dollar (11 % in D-Mark) denominated sind.

Hier ist zunächst darauf hinzuweisen, daß der Erwerb von Sonderziehungsrechten des IWF für Zwecke der Reservehaltung nicht ohne weiteres möglich ist. Insbesondere ist der IWF nicht bereit, Dollar oder andere nationale Währungen gegen Gutschrift von SZR anzukaufen, da er damit ein Wechselkurs- und Zinsrisiko einginge. Dies war letztlich auch der Grund dafür, daß das geplante Substitutionskonto nicht verwirklicht werden

konnte. SZR-Einlagen beim IWF lassen sich daher nur in dem Maße tätigen, wie andere Länder bereit sind, SZR aus ihren Beständen gegen nationale Währungen abzugeben. Die Summe der beim IWF im Rahmen des SZR-Systems gehaltenen Sonderziehungsrechte ist also konstant. Eine Aufstockung der SZR-Reserven beim IWF ist nur in dem Maße möglich, wie neue SZR zugeteilt werden. Diese Neuzuteilungen erfolgen freilich nicht zu Lasten, sondern zusätzlich zu den ohnehin gehaltenen Gold- und Devisenreserven.

### Europäische Währungseinheit

Auf die gleichen Grenzen stößt der Erwerb von ECU beim Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ). Das Gesamtvolumen an ECU ist auf 20 % der Gold- und Devisenreserven der Teilnehmerländer am Europäischen Währungssystem (EWS) festgesetzt. Der Erwerb von ECU durch ein Teilnehmerland ist nur zu Lasten der Bestände eines anderen Teilnehmerlandes möglich. Eine Vergrößerung des ECU-Volumens würde demnach eine Aufstockung der Einbringungsquote voraussetzen. Für Drittländer ist der Erwerb von ECU aus den gleichen Gründen unmöglich wie der Erwerb von SZR beim IWF: Der EFWZ würde ein Wechselkurs- und Zinsrisiko mit eingehen, das letztlich von den EWS-Teilnehmerländern abgedeckt werden müßte. Im übrigen würde der Ankauf von Dollar durch den IWF oder den EFWZ gegen SZR bzw. ECU das Volumen der globalen Dollarreserven keineswegs verringern. Es fände lediglich ein Gläubigerwechsel von den nationalen Währungsbehörden auf die

betreffenden multilateralen Institutionen statt.

Stößt eine Aufstockung der SZR- und ECU-Einlagen beim IWF und EFWZ von daher auf natürliche Grenzen, so ist zu fragen, ob Anlagen in diesen Währungen auf den internationalen Finanzmärkten eine realistische Alternative zu Dollaranlagen darstellen. Da der weitaus größte Teil der nationalen Währungsreserven in Regierungstiteln (Schatzwechseln, andere kurz- und mittelfristige Titel) gehalten wird, würde dies vor allem voraussetzen, daß solvente Schuldnerländer bereit sind, sich in Korbwährungen zu verschulden, d. h. SZR- und ECU-Titel zu emittieren. Diese Bereitschaft ist bisher nicht zu erkennen.

### Verhalten privater Anleger

Reserveoperationen der Währungsbehörden dürften freilich ohnehin einen vergleichsweise geringen Beitrag zu den Wechselkurschwankungen im Dreieck Dollar – D-Mark – Yen leisten. Die Devisenreserven bleiben mit 325 Mrd. Dollar (Ende 1982) nicht nur weit hinter den Ausländer-Einlagen bei Banken von über 1600 Mrd. Dollar (davon rund 350 Mrd. Dollar von Nicht-Banken)<sup>2</sup> zurück; auch ist das Anlageverhalten der Währungsbehörden durch eine größere Stetigkeit gekennzeichnet. Das gilt insbesondere für die Währungsbehörden der Industrieländer, die reichlich die Hälfte aller Devisenreserven auf sich vereinigen. Die bei weitem größte Bedeutung für die Kursentwicklung kommt den Anlagestrategien privater Geldvermögensbesitzer (Unternehmen, institutionelle Anleger etc.) zu.

Können diese Investoren stärker als bisher zu Anlagen in SZR- und ECU-Titeln veranlaßt werden, und würde dies zu einer Stabilisierung der Währungsbeziehungen beitragen? Bisher erfreuten sich SZR-

<sup>1</sup> Vgl. die graphische Darstellung in International Monetary Fund: Annual Report 1982, Washington, D. C., S. 68.

<sup>2</sup> Nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

und ECU-Titel weder bei Banken noch bei Anlegern einer großen Beliebtheit. Während Banken prinzipiell in der Lage sind, auf der Grundlage ihres internationalen Aktivgeschäfts SZR-Termineinlagen entgegenzunehmen, auch wenn dem keine in SZR denominierte Kundenforderungen gegenüberstehen, zeigen sie sich gegenüber dieser Möglichkeit bisher wenig enthusiastisch. Auch von seiten potentieller Anleger war die Nachfrage nach SZR- und ECU-Titeln bisher offenbar gering. Mit 5 bis 6 Mrd. Dollar (Gegenwert) beläuft sich das Volumen der SZR-Einlagen bei Kreditinstituten gerade auf die Hälfte der Euro-Guldeneinlagen und auf nur rund 5 % der Euro-DM-Einlagen. Es bedürfte daher schon ganz erheblicher Anstrengungen der Banken, auch in bezug auf die Schaffung eines internationalen Marktes für SZR- und ECU-Geldmarktpapiere, um den

Korbwährungen einen größeren Anteil zu verschaffen.

Zu bedenken ist dabei, daß SZR und ECU in bezug auf die Wechselkurs- und Zinsentwicklung aufgrund ihrer Konstruktion stets nur eine „durchschnittliche“ Performance aufweisen. Sie dürften daher für kurzfristige „spekulative“ oder zinsorientierte Anlagen nur wenig attraktiv sein. Finanzmitteldisponenten, die heute Geld aus der D-Mark in Dollar verlagern oder die in den siebziger Jahren D-Mark gegen Dollar erworben haben, haben ganz offensichtlich eine andere Vorstellung von einem optimalen Währungs-Portfolio, als es der Korbgeichtung bei SZR und ECU entspricht. Der mögliche Beitrag eines größeren Angebots an SZR- und ECU-Titeln zur Wechselkursstabilität ist daher eher gering einzuschätzen.

Als attraktiv könnten sich diese Korbwährungen eher im langfristigen Bereich, d. h. bei der Denominierung von Anleihen, erweisen; auch als Rechnungseinheiten für die Preissetzung von Waren und Dienstleistungen in international kartellierten Märkten (OPEC, IATA, Linien-Konferenzen etc.) mag vor allem das SZR im Laufe der Zeit eine größere Bedeutung gewinnen. Hier kann „Durchschnittlichkeit“ Trumpf sein. Die Denominierung der Öl- und anderer Rohstoffpreise in SZR statt in Dollar würde auch die Anfälligkeit der deutschen Wirtschaft und der Weltwirtschaft gegen Schwankungen des Dollarkurses verringern, wenn auch keineswegs beseitigen. Solange der Dollar stark ist, dürften die Ölländer dem Sonderziehungsrecht (und der ECU) freilich so wenig Attraktivität abgewinnen können wie die internationalen Kapitalanleger.

Wolfgang Filc

## Die einzige Alternative ist ein stabilerer Dollar

Es ist hilfreich, nach neuen Wegen zu suchen, um die Dollarkursausschläge zu bändigen. Gegenwärtig wird diskutiert, den Dollar in Konkurrenz zu einer noch zu schaffenden Korbwährung zu stellen, die den Dollar enthalten sollte. Dadurch – so die Vorstellung – sollte es gelingen, den ständigen Wechsel der Währungspräferenzen der international aktiven Anleger zu verringern und die anlagesuchenden Mittel in dieses neue Aktivum, das im Inland bereitgestellt wird, umzuleiten. Der Devisenmarkt würde entlastet.

Gegenüber den Erfolgsaussichten dieses Vorschlags ist jedoch

Skepsis angebracht. Sie gründet sich auf die geringe Akzeptanz bereits vorhandener Korbwährungen und auf eine andere Sichtweise des Kalküls internationaler Kapitalbewegungen, als sie dem Vorschlag offenbar zugrunde liegt.

Die Sonderziehungsrechte (SZR), eingeführt mit dem Ziel der kontrollierten Versorgung der Weltwirtschaft mit internationaler Liquidität und der Schaffung eines Gegenpols zum Dollar, fristen ein Schattendasein. Die ECU, mit der die Vision einer Parallelwährung für Europa verbunden ist, hat sich bislang nicht als vollwertiges Substitut für internationale Anlagewährun-

gen durchsetzen können. So hat die ECU als Emissionswährung am Euro-Kapitalmarkt keineswegs reüssiert: 1982 lauteten lediglich 2,5 % der Emissionen auf ECU – fast durchweg Anleihen von Schwachwährungsländern –, aber 85 % auf US-Dollar. Selbst Zentralbanken von EWS-Ländern sträuben sich gegen eine Verstärkung der Rolle der ECU, indem sie Widerstand gegen die Aufhebung der Annahmegrößen für den Ausgleich von Interventionssalden durch ECU leisten. Zweifelhaft ist, daß eine neue Korbwährung jenen Erfolg für den privaten Bereich haben sollte, der den SZR und der ECU versagt geblieben ist.

Eine Korbwährung unter Ein-schluß des Dollars könnte für dieje-nigen Anleger attraktiv sein, die Währungsrisiken verringern wollen. Aber warum sollte ein Währungskorb mit konstanten Währungs-komponenten der individuellen Wäh-rungszusammensetzung eines Por-tefeuillees vorgezogen werden? Die zentrale Frage ist jedoch, ob es in erster Linie risikoscheue Anleger sind, die einmal einen Run in den Dollar bewirken und zu anderen Zeiten Dollarsenkungen. Anzuneh-men ist vielmehr, daß Verschiebun-gen der gewünschten Währungs-struktur des Geldvermögens von Anlegern vorgenommen werden, die Wechselkursänderungsrisiken eingehen, weil aus ihrer Sicht grö-ßere Gewinnchancen aus erwarteten Wechselkursänderungen lok-ken.

Diese Anleger setzen in erster Li-nie auf die erwarteten Erträge, wo-bei sie eine Verringerung von Risi-ken durch eine geeignete Wäh-rungsdifferenzierung vernachlässi-gen. Eine Korbwährung mit kon-stanten Währungskomponenten geht also an den Präferenzen jener

Anleger vorbei, die gerade von Wechselkursänderungserwartun-gen zu Währungsumschichtungen ihres Portefeuilles motiviert werden. In diesem Falle können die spekulati-ven Kapitalbewegungen in einem Währungskorb nicht aufgefangen werden, und das Ziel der Dämpfung von Dollarkursausschlägen kann nicht erreicht werden.

Gegenwärtig und für die nähere Zukunft gibt es keinen vollwertigen Ersatz für den Dollar als überragen-de Anlage- und Fakturierungswäh-rung. Das heißt nicht, daß das stän-dige Auf und Ab des Dollars hinge-nommen werden müßte. Vielmehr ist die Alternative zum Dollar weni-ger in einer neuen Korbwährung als in einem stabileren Dollar zu sehen.

#### Die Dollarschaukel

Einer Analyse der Möglichkeiten einer Dollarkursstabilisierung hat eine Untersuchung der Ursachen der Dollarschaukel voranzugehen. Nicht möglich ist es, zuverlässige Zusammenhänge zwischen wirt-schaftlichen Grundtatbeständen und der Dollarkursentwicklung auf-zuzeigen. Ökonomische Größen al-

lein erklären deshalb die Entwick-lung des Dollarkurses nicht. Das schließt nicht aus, daß ökonomi-sche Größen Dollarkursänderun-gen auslösen können.

Konsistent wird das Erschei-nungsbild der Dollarkursentwick-lung erst, wenn davon Abstand ge-nommen wird, Wechselkursände-rungen direkt auf die von Fall zu Fall unterschiedlichen ökonomischen Größen zurückzuführen und wenn die Rolle der Wechselkursände-rungserwartungen stärker berück-sichtigt wird – ein Zusammenhang, auf den die Deutsche Bundesbank in ihrem Geschäftsbericht für das Jahr 1982 hinweist. So können bei unsicheren und instabilen Erwar-tungen gleiche ökonomische Impul-se unter sonst gleichen Bedingun-gen gegensätzliche Wechselkurs-erwartungen auslösen und auf die-se Weise entgegengesetzte Wech-selkursänderungen bewirken: Ein Anstieg des Zinsniveaus oder ein Rückgang des Expansionstempos monetärer Aggregate kann in einer Phase eine Währungsaufwertung auslösen, in einer anderen eine Ab-wertung. Die Wechselkursände-

### VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

Klaus Bolz (Hrsg.)

#### DIE WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG IN AUSGEWÄHLTEN SOZIALISTISCHEN LÄNDERN OSTEUROPAS ZUR JAHRESWENDE 1982/83

Die Abteilung Sozialistische Länder und Ost-West-Wirtschaftsbeziehungen im HWWA-Institut erarbeitet seit nunmehr elf Jahren eine nach Ländern getrennte Übersicht über die wirtschaftlichen Ergebnisse des vorangegangenen Jahres sowie über die Entwicklungstendenzen des jeweils laufenden Jahres in den so-zialistischen Ländern Osteuropas. Der nun vorliegende 11. Bericht zieht darüber hinaus einen Vergleich mit den im Fünfjahrplan (1981-1985) festgelegten Leitli-nien für die mittelfristige Entwicklung der jeweiligen Länder und wägt die Chan-cen für die Erfüllung wichtiger Fünfjahrplanziele ab.

Großoktav, 310 Seiten, 1983, Preis brosch. DM 35,-

ISBN 3-87895-230-9

VERLAG WELTARCHIV GMBH – HAMBURG

rungserwartungen und der dadurch bewirkte Wechselkurstrend können rasch umschlagen, wenn ein neuer Impuls auftritt, der die Erwartungen bestimmt. Das Ergebnis sind die immer wieder auftretenden Kursfluktuationen des Dollars, häufig ohne erkennbaren Trend.

Diese erwartungsbestimmten Wechselkursausschläge erreichen den realwirtschaftlichen Bereich. Sie stören die Allokationsfunktion des Preissystems, bewirken zusätzliche Unsicherheiten bei der Planung von auf Dauer angelegten wirtschaftlichen Aktivitäten und setzen die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sowie die Wirtschaftspolitik den Irritationen von Wechselkursausschlägen aus. Die internationalen Wirtschafts- und Währungsbeziehungen, die binnenwirtschaftliche Entwicklung und die Wirtschaftspolitik vom Diktat des Devisenmarktes zu befreien, erfordert eine Verringerung der Dollarkursausschläge. Ein erfolgversprechender Weg, dieses Ziel zu erreichen, sind international koordinierte Devisenmarktinterventionen.

#### Argumente gegen Interventionen

Gegen Devisenmarktinterventionen zur Stabilisierung der Wechselkursentwicklung werden im wesentlichen zwei Argumente vorgebracht. Erstens wird angeführt, Interventionen öffentlicher Stellen seien ein untaugliches Mittel, Marktkurse dauerhaft zu ändern. Zweitens könne bei Devisenmarktinterventionen keine Geldpolitik mehr verfolgt werden, die an binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen orientiert ist.

Die Behauptung, daß Devisenmarktinterventionen wirkungslos seien, basiert auf einem eigentümlichen Modell des Devisenmarktes. Danach wird angenommen, daß der Devisenmarkt unter Heranziehung

und korrekter Verarbeitung aller verfügbarer Informationen eindeutige Erwartungen über den künftigen Wechselkurs einer Währung bildet. Alle diese Informationen bestimmen den Terminkurs als Ausdruck des erwarteten späteren Kassakurses. Der Terminkurs determiniert zusammen mit dem internationalen Zinsgefälle den gegenwärtigen Kassakurs eindeutig. Nur dieser Kassakurs allein ist mit einem Gleichgewicht am Devisenmarkt vereinbar. Devisenmarktinterventionen von Währungsbehörden müssen – in dieser Sichtweise – deshalb stets zu ungleichgewichtigen Wechselkursen führen. Wird der Kassakurs aber von seinem Gleichgewichtswert weggedrückt, so folgen – bei dem von Erwartungen fixierten Terminkurs – unbegrenzte Kapitalbewegungen zwischen den Ländern. Sie erzwingen schließlich die Einstellung von Devisenmarkt eingriffen.

#### Zentrale Rolle der Erwartungen

Das Verdienst dieses Modells ist es, die Rolle der Erwartungen für die Wechselkursentwicklung in den Vordergrund gerückt zu haben. Zugleich aber leiden die Überlegungen über die Erwartungsbildung der Devisenmarktteilnehmer unter einem mangelnden Realitätsgehalt. So war die Vielzahl von idealisierten Erwartungsbildungshypothesen bislang nicht geeignet, die Prognosequalität von Devisenkursmodellen zu verbessern.

Unbestritten ist, daß Erwartungen bei der Preisbildung an jenen Märkten von zentralem Gewicht sind, die Gegenwart und Zukunft verbinden. Das wird in besonderer Weise bei der Zinsbildung an monetären Märkten deutlich. So waren nach dem Übergang zur Geldmengensteuerung in den USA hektische Zinsauschläge an der Tagesord-

nung. Die Zinsentwicklung spiegelte nicht allein die gegenwärtigen Knappheitsverhältnisse wider, sondern auch Erwartungen künftiger Ereignisse, insbesondere möglicher Reaktionen der Zentralbank auf Ergebnisse der jüngsten Geldmengenstatistik. Nachdem die Zentralbank die Zinsführung aufgab, fehlten klare Orientierungshilfen für die Einschätzung des künftigen Zinstrends. Zinserwartungen, häufig wenig fundiert und deshalb rasch revidiert, gewannen für die Zinsentwicklung die Oberhand und waren in erster Linie für die Zinsentwicklung verantwortlich.

Auch der Devisenmarkt als Verknüpfungsstelle der nationalen Finanzmärkte verbindet Gegenwart und Zukunft. Wie die Zinssätze an den monetären Märkten werden Wechselkurse deshalb von Erwartungen über künftige Entwicklungen bestimmt. Die erwartungsbedingten Wechselkursschwankungen sind aber meist ausgeprägter als die erwartungsbedingten Zinsauschläge. Der Grund ist: Einmal können Zinsänderungserwartungen Wechselkursänderungserwartungen auslösen, zum anderen sind Erwartungen über die künftigen Werte anderer ökonomischer Größen zu bilden, die internationale Zahlungsströme beeinflussen.

Auf der Grundlage der ökonomischen Theorie gelingt es nicht, die künftige Dollarkursentwicklung einigermaßen zuverlässig abzuschätzen. Wie ist dann die Annahme zu rechtfertigen, daß die Devisenmärkte selbst, also die Devisenhändler, eindeutige Wechselkurserwartungen entwickeln, die durch Devisenmarktinterventionen um keinen Deut zu beeinflussen sind? Wechselkurserwartungen werden vom Devisenhandel nicht unter Sicherheit gebildet. Sie sind deshalb nicht einwertig, und sie sind beeinflussbar. Nicht auf irgendwelche in ferner Zu-

kunft liegende Gleichgewichtskurse konzentriert sich der Devisenhandel, sondern auf das Tagesgeschäft. Auf der Suche nach markträumenden Kursen wird dabei eine Vielzahl von Informationen verarbeitet, und nicht selten werden dabei ökonomische Faktoren, die für die Aufwertung einer Währung sprechen, unter Heranziehung wenig fundierter außerökonomischer Faktoren in eine tatsächliche Abwertung gewandelt. Hier muß es Aufgabe der Zentralbanken sein, für eine Stabilisierung der Wechselkursserwartungen Sorge zu tragen.

### Erwartungsstabilisierung

Ziehen sich Zentralbanken aus ihrer Verantwortung für die Zins- und Wechselkursentwicklung zurück, so schlägt die Stunde der Prognostiker. Nichts spricht dafür, daß Zentralbanker über eine bessere Prognosefähigkeit des künftigen Wechselkursrends verfügen als Privatbanker. Aber Prognostiker sind ja nur dann gefragt, wenn der jeweils herrschende Wechselkurs ständig erneut in Frage gestellt wird. Das ist der Fall, wenn ein fester Anker für die Bildung von Wechselkursserwartungen fehlt. Die Devisenmärkte, werden sie sich selbst überlassen, sind offensichtlich nicht immer in der Lage, einen gerechtfertigten Kurstrend einzuschätzen. Das Korrelat zu führungslosen Wechselkursserwartungen sind stark schwankende Wechselkurse.

Es sollte Aufgabe der Zentralbanken sein, den Wechselkursserwartungen eine Orientierungshilfe zu geben. Eine Stabilisierung der Erwartungen und eine Abschwächung von Kursschwankungen kann durch Devisenmarktinterventionen erzielt werden. So werden in einem Festkurssystem mit Bandbreitenregelung Wechselkursschwankungen im Gefolge von Wechselkursände-

rungerwartungen durch die Interventionspunkte begrenzt. Leitkursänderungserwartungen bilden die Ausnahme von dieser Regel. Bei vollkommen freien Wechselkursen gibt es nur eine Regel ohne Ausnahme: Institutionelle Stabilisatoren für die Kurserwartungen gibt es nicht, wenn sich die Zentralbanken vom Devisenmarkt zurückziehen. Dem plötzlichen Hochschnellen der Bewertung einer Währung kann dann rasch ein Kurseinbruch folgen, wenn sich die Markterwartung ändert.

Die stärkere Koordinierung der Wirtschaftspolitik der Länder ist ein Ziel, das nicht aus den Augen verloren werden darf. Dennoch ist die internationale Abstimmung der Wirtschaftspolitik nicht immer ausreichend, um eine Wechselkursänderungsspirale zu stoppen. Folgt die Wechselkursserwartung einem preisdynamischen Schema – und die Erfahrungen gerade der jüngsten Vergangenheit sprechen nicht dagegen –, so nähren einmal auftretende Wechselkursänderungen weitere Wechselkursänderungserwartungen und Wechselkursänderungen in derselben Richtung. Allein Devisenmarktinterventionen sind dann geeignet, die Erwartungen zu stabilisieren und eine Wechselkursänderungsspirale aufzuhalten. Denn notiert eine Währung für einige Zeit fest, so kommen bei einer preisdynamischen Reaktion die Wechselkursänderungserwartungen zum Erliegen.

Hinsichtlich der Wirkungskraft entschlossener Devisenmarktinterventionen für die Stabilisierung des Devisenmarktes gibt es prägnante Beispiele:

□ Dem Abwertungstrend des Pfund Sterling wurde Ende 1976 ein Ende bereitet, nachdem Großbritannien vom Internationalen Währungsfonds, von den Europäischen Gemeinschaften und von der

Zehnergruppe umfangreiche Devisenkredite bereitgestellt worden waren und die britischen Währungsbehörden glaubhaft machten, diese Mittel zur Stützung des Pfundes einzusetzen.

□ Nachdem der Dollar im Oktober 1978 seinen historischen Tiefstand erreicht hatte, wurde in den USA im November ein umfassendes Programm zur Stabilisierung des Dollars verkündet. In seinem Mittelpunkt stand die Ausweitung des Devisenbestandes der amerikanischen Zentralbank für Devisenmarktinterventionen und die Erklärung einer international abgestimmten Interventionspolitik.

□ Der fortlaufenden Aufwertung des Schweizer Frankens wurde im September 1978 dadurch ein Ende gesetzt, daß sich die Schweizerische Nationalbank öffentlich bereit erklärte, jeden Devisenbetrag zu übernehmen, der den Kurs der D-Mark unter 0,8 sfr drücken würde. Gegen Ende des Jahres 1978 notierte die D-Mark bei 0,89 sfr.

In allen drei Fällen wurden die Wechselkursänderungen nach kurzer Zeit gestoppt, die Interventionen konnten eingestellt werden, und die im Zuge der Kursstabilisierung eingetretenen Devisenbestandsänderungen der Währungsbehörden konnten später zumindest teilweise wieder rückgängig gemacht werden. Die Devisenmarktinterventionen werden also nicht zu einer Daueraufgabe, wenn sie sich darauf beschränken, den Wechselkursserwartungen eine Orientierungshilfe zu geben.

### Problem der Glaubwürdigkeit

Aus diesen Beispielen erfolgreicher Devisenmarktinterventionen folgt nicht, daß eine Zentralbank jeden beliebigen Wechselkurs ihrer Währung durchsetzen könnte. Es gibt Fälle, in denen Interventionen eingestellt werden mußten, weil dem Markt das Ende eines Abwer-

tungstrends nicht glaubhaft gemacht werden konnte. Die jüngste Abwertung des französischen Franc im EWS zeigt das deutlich. Devisenmarktinterventionen sind nur dann ein Instrument der Erwartungsstabilisierung, wenn sie glaubwürdig sind. Die Glaubwürdigkeit der Aufrechterhaltung des Außenwerts einer Währung setzt zweierlei voraus:

□ Erstens muß deutlich sein, daß der Wechselkurs einer Währung nicht in krassem Gegensatz zu ökonomischen Basisdaten des Landes steht.

□ Zweitens setzt die erfolgreiche Stabilisierung des Wechselkurses internationale Solidarität voraus, ein internationales Interesse an stabileren Wechselkursen, das durch international koordinierte Stützungskäufe einer sich abschwächenden Währung dokumentiert wird.

Die Glaubwürdigkeit, bestehende Wechselkurse aufrechtzuerhalten, schwand in den siebziger Jahren zunehmend bei weit streuenden Inflationsraten und unterschiedlichen Prioritäten der Wirtschaftspolitik der Länder, mit wachsender Neigung zur Deregulierung der Märkte und mit der Hinwendung der Zentralbanken zu Geldmengenzielen, deren Realisierung mit massiven Devisenmarktinterventionen nicht in Übereinstimmung zu bringen schien. Hand in Hand ging die wachsende Überzeugung von Zentralbanken, freie Preise könnten keine falschen Preise sein, und mit hin seien Marktkurse von Devisen nicht revisionsbedürftig. Die Zentralbanken traten ihren Rückzug vom Devisenmarkt an. Die Folge dieser Konzeption war die öffentlich erklärte Einstellung von Devisenmarktinterventionen seitens der amerikanischen Zentralbank. Die Devisenmärkte wurden führungslos.

Inzwischen hat sich diese Einstellung zum Devisenmarkt gewandelt. Zum einen wird von Zentralbanken wieder erkannt, daß die sich selbst überlassenen Devisenmärkte zu Irritationen und Übertreibungen neigen. Die Wiederaufnahme von Devisenmarktinterventionen der amerikanischen Währungsbehörden angesichts der steigenden Dollarkurse ist die Konsequenz. Zweitens herrscht nun größere Gelassenheit gegenüber Geldmengenzielen als Richtschnur des geldpolitischen Handelns. Indikativ dafür ist in Großbritannien die Ablösung der monetären Zielgröße Sterling-M3 durch ein Bündel monetärer Größen, in der Bundesrepublik Deutschland das Tolerieren eines stärkeren als projektierten Zuwachses der Zentralbankgeldmenge und der Abschied vom Monetarismus in den USA, der seinen sichtbaren Ausdruck in der Degradierung der monetären Zielgröße M1 zu einer Beobachtungsgröße findet. Ferner deuten mehrere Studien – etwa der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und einer auf dem Wirtschaftsgipfel von Versailles 1982 eingesetzten Expertengruppe – auf Vorzüge international abgestimmter Interventionen am Dollarmarkt hin. Schließlich interpretierten Devisenhändler auf einer Tagung des Forex-Clubs Deutschland die Dollarkursschwankungen als Ausdruck eines Vertrauensverlustes wegen der Untätigkeit der Währungsbehörden.

#### **Währungspolitische Empfehlungen**

Dieser gewandelten Einstellung zu den Entwicklungen an den Devisenmärkten sollten Handlungen zur Stabilisierung der Wechselkurswartungen folgen. Seit dem Abschied vom System von Bretton Woods waren die Voraussetzungen für eine internationale Abstimmung

der Wechselkurspolitik nie so günstig wie jetzt.

Die scharfen Dollarkursschwankungen dieses Jahres sind in erster Linie Ausdruck der Führungslosigkeit der Märkte. Es ist notwendig, das Vertrauen in die Bereitschaft der Zentralbanken zur Sicherung geordneter Währungsbeziehungen wiederherzustellen. Das erfordert die öffentliche Bekundung zur Bereitschaft international abgestimmter Devisenmarktinterventionen. Der Teilnahme der amerikanischen Notenbank kommt dabei eine Schlüsselrolle zu. Außerdem sollte den Devisenmarktinterventionen von den Währungsbehörden die Aura des Geheimnisvollen genommen werden. Verdeckte Interventionen sind wenig tauglich, um Markterwartungen zu prägen und um den Devisenhandel von der Entschlossenheit zu überzeugen, Kurschwankungen einzudämmen.

Förderlich wäre es ferner, wenn Interventionen zwischen dem Dollar, dem Yen und den Währungen des EWS als Gruppe vorgenommen würden. Das erfordert die Vollmitgliedschaft Großbritanniens im EWS, die Zusammenfassung der Swapvereinbarungen zwischen den EWS-Ländern und den USA bei einem zu schaffenden Europäischen Währungsfonds und die Übertragung von Interventionen am Dollarmarkt in EWS-Währungen auf diesen Fonds.

Störungen einer planmäßigen Zentralbankgeldversorgung infolge von Interventionen am Dollarmarkt sind nicht unabänderlich. Sie können durch geeignete Kompensationsmaßnahmen ausgeschaltet werden. Aber selbst bei einer fehlenden Neutralisierung stellt sich die Frage, ob die außenwirtschaftlichen Zwänge für die Geldpolitik dann stärker einzuschätzen sind als bei den Dollarkursschwankungen der jüngsten Vergangenheit.