

Pohl, Rüdiger

Article — Digitized Version

Dollarkursschwankungen, Handelsströme und internationale Kapitalbeziehungen

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Pohl, Rüdiger (1985) : Dollarkursschwankungen, Handelsströme und internationale Kapitalbeziehungen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 65, Iss. 6, pp. 308-314

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136052>

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.

Dollarkursschwankungen, Handelsströme und internationale Kapitalbeziehungen

Rüdiger Pohl, Hagen

Der Kurs des US-Dollar ist nach 1980 in Höhen gestiegen, die vor wenigen Jahren kaum jemand für möglich gehalten hätte. Wie hat die starke Dollaraufwertung auf die internationalen Handelsströme und den Kapitalverkehr gewirkt? Was wären die Folgen einer nachhaltigen Dollarabwertung, die angesichts immer noch anschwellender US-Handelsdefizite und der ungelösten US-Budgetprobleme nicht ausgeschlossen werden kann? Welche Konsequenzen müßten die nationale Konjunkturpolitik und die internationale Währungspolitik ziehen?

Daß sich der Kurs des US-Dollar ändert, ist nicht das eigentliche Problem. Wenn die Angebots- und Nachfragebedingungen am Dollarmarkt fluktuieren, sind im System flexibler Wechselkurse Bewegungen des Dollarkurses eine natürliche Folge. Das eigentliche Problem ist, daß sich diese Kursbewegungen durch die fundamentalen ökonomischen Daten häufig nur schwer erklären lassen. Von „erratischen“ und „überschießenden“ Kursschwankungen ist dann die Rede. Das zeigt nur, daß der Dollarkurs weitgehend unprognostizierbar geworden ist¹.

Die Dollarkursentwicklung steht mit dem Inflationsgefälle nicht in Einklang. Die USA hatten im Zeitraum 1980 bis 1984 einen Inflationsvorsprung vor der Bundesrepublik Deutschland in der Größenordnung von jahresdurchschnittlich 3 Prozentpunkten (vgl. Tabelle 1). Statt mit dieser Rate gemäß den Erwartungen der Kaufkraftparitätentheorie abzuwerten, hat der Dollar gegenüber der D-Mark um durchschnittlich 9,2 % aufgewertet. Die Folge sind „reale“, d. h. aus der Sicht der Kaufkraftparitätentheorie „falsche“ Wechselkursbewegungen. Gegenüber der D-Mark betrug die reale Dollaraufwertung also rund 12 % pro Jahr. Aber auch gegenüber einem Bündel der 15 wichtigsten Währungen wich der Dollar von seinem durch die Kaufkraftparität vorgegebenen „Sollpfad“ ab und wertete um durchschnittlich 6 % pro Jahr auf (vgl. Tabelle 2; dieser Wert wird im folgenden als Schätzwert für das Ausmaß der „falschen“ Wechselkursentwicklung des Dollar wiederverwendet werden). Reale Wechselkursänderungen verzerren die Wettbewerbspositionen der Länder an den internationalen Gü-

termärkten und leiten die Handelsströme um. Hierin liegt ihre Problematik.

Die Dollarkursentwicklung kollidiert auch mit dem Zinsgefälle. Bei einem Zinsvorsprung der USA vor der Bundesrepublik Deutschland von 3,4 Prozentpunkten (vgl. Tabelle 1) wäre eine (erwartete) Abwertung des Dollar in dieser Größenordnung erforderlich gewesen, um das internationale Arbitragegleichgewicht herzustellen. Doch der Dollar wertete tatsächlich auf. Das berührt die internationalen Kapitalbeziehungen; es führt zu Wertänderungen bei Auslandsforderungen und Auslandsverbindlichkeiten. Daraus erwächst die Gefahr einer Instabilität der Wechselkursverhältnisse².

Verzerrte Wettbewerbspositionen

Durch die reale Dollaraufwertung der letzten Jahre ist die internationale Wettbewerbsposition der Vereinigten Staaten schwer belastet worden. Das hat sich in praktisch stagnierenden Exporten der USA und in einem rapide anschwellenden Leistungsbilanzdefizit niederschlagen (vgl. Tabelle 2). Unter den Begünstigten der realen Dollaraufwertung befindet sich die Bundesrepu-

¹ Dies gilt auch für andere wichtige Währungen wie das Pfund Sterling oder den Yen. Dieser Beitrag bleibt dennoch auf den Dollar als wichtigste internationale Transaktionswährung beschränkt. So beträgt der Dollaranteil am internationalen Bankenmarkt 76 %, am internationalen Anleihemarkt 61 % und bei den Devisenreserven 64 % (vgl. Tabelle 4).

² Man mag einwenden, daß die tatsächliche Wechselkursentwicklung nichts über die erwartete Wechselkursentwicklung beim Dollar aussagt. Für den Dollar könnte ja in den letzten Jahren eine Abwertung erwartet worden sein – trotz der faktischen Aufwertung. Dies erscheint recht unplausibel, müßte man doch unterstellen, daß sich die internationalen Kapitalanleger in ihren Abwertungserwartungen jahrelang nicht beirren lassen, auch wenn sie jahrelang faktisch das Gegenteil erleben. Ein weiterer Einwand bezieht sich auf Risikoüberlegungen. Die Aufwertung des Dollar zusammen mit dem Zinsvorsprung der USA könnte ja bedeuten, daß internationale Anleger eine hohe Risikoprämie für ihre Dollaranlagen verlangen. Doch müßte man hier eine sehr hohe Prämie unterstellen (von 12 % im Verhältnis Dollar zur D-Mark, nämlich Zinsvorsprung plus Aufwertungsrate des Dollar), die angesichts der Möglichkeit, zu weit niedrigeren Sätzen Kursrisiken durch Terminkontrakte auszuschalten, nicht realistisch ist.

Prof. Dr. Rüdiger Pohl, 40, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Fernuniversität Hagen. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Geld und Währung sowie Konjunkturanalyse.

blik Deutschland. Die deutsche Ausfuhr in die USA konnte von 21,5 Mrd. DM im Jahre 1980 auf 46,8 Mrd. DM 1984 mehr als verdoppelt werden. Aus einem deutschen Einfuhrüberschuß von 4 Mrd. DM wurde ein Ausfuhrüberschuß von 16 Mrd. DM (vgl. Tabelle 5). Was hier an Kurseffekten enthalten ist, zeigt eine Überschlagsrechnung. Hätte der Dollar gemäß dem Inflationsdifferential gegenüber der D-Mark um jährlich 3 % abgewertet anstatt aufzuwerten, so würde der deutsche Exportwert 1984 nur 26,7 Mrd. DM statt 46,8 Mrd. DM betragen haben (konstante Dollarabgabepreise für deutsche Exportgüter unterstellt). Die stattliche Differenz von 20 Mrd. DM gibt die Größenordnung der jährlichen Mehrerlöse an, die deutsche Exporteure durch die „falsche“ Dollarkursentwicklung erzielen konnten. Aber

der Gesamteffekt ist noch größer. Auch an Märkten außerhalb der USA haben deutsche Exporteure gegenüber ihren amerikanischen Konkurrenten durch die Dollaraufwertung an Boden gewinnen können. Immerhin betrifft die amerikanische Konkurrenz an Drittmärkten 10 % der deutschen Exporte, während sie am US-Markt selbst nur 6 % ausmacht³.

Die reale Dollaraufwertung war aus deutscher Sicht für Wachstum und Beschäftigung sehr willkommen. Die Folgen einer eventuellen künftigen Dollarabwertung wären entsprechend nachteilig. Solange die Dollarabwertung noch dem Inflationsvorsprung der USA entsprechen würde, blieben die Wettbewerbspositionen unberührt. Bei einer darüber hinausgehenden Abwertung würde die Bundesrepublik jedoch ihren Wettbewerbsvorteil gegenüber den amerikanischen Konkurrenten verlieren. Dies ist ein konjunkturpolitisches Problem. Angesichts der nach wie vor schwachen Auftriebskräfte in der Bundesrepublik müßte eine wechselkursbedingte Abschwächung der Exporte durch konjunkturpolitische Maßnahmen aufgefangen werden. In erster Linie ist hier an die Geldpolitik zu denken. Die Bundesbank besitzt noch Handlungsspielraum. Sie verlangt heute von den Banken fast doppelt so hohe Refinanzierungszinsen wie 1978, als die Kombination aus Wachstum, Beschäftigung und Preisniveaustabilität viel günstiger war. Die Refinanzierungszinsen (der Lombardsatz) könnten noch um zwei bis drei Prozentpunkte gesenkt werden. Ebenso gut wäre es, wenn der Geldmarktzins auch bei unverändertem Diskont- und Lombardsatz geändert würde, etwa durch reichlichere Wertpapierpensionsgeschäfte.

Tabelle 1

Devisenkurse, Zinsgefälle und Inflationsgefälle: Bundesrepublik Deutschland und USA

| Jahr | Devisenkurs des Dollar in DM | | Zinsgefälle ¹ (+ : Vorsprung der USA in Prozentpunkten) | Inflationsgefälle ² |
|-------------------------------------|--------------------------------------|-------|---|--------------------------------|
| | Änderungsrate gegenüber Vorjahr in % | | | |
| 1980 | 1,8158 | - 0,9 | +2,7 | +7,6 |
| 1981 | 2,2610 | +24,5 | +3,0 | +3,9 |
| 1982 | 2,4287 | + 7,4 | +3,6 | +0,9 |
| 1983 | 2,5552 | + 5,2 | +3,2 | -0,1 |
| 1984 | 2,8456 | +11,4 | +4,5 | +1,9 |
| durchschnittl. 1980/84 ³ | - | + 9,2 | +3,4 | +2,8 |

¹ Rendite von Staatsanleihen. ² Konsumentenpreise. ³ Geometrischer Durchschnitt.
Quellen: Deutsche Bundesbank; International Financial Statistics.

Tabelle 2

Dollarkurs, Handelsbilanz und Ertragsbilanz der USA

| Jahre | Außenwert des US-Dollar (Änderungsrate gegenüber dem Vorjahr in %) | | US-Handelsbilanz in Mrd. US-Dollar | | US-Kapitalerträge netto ³ in Mrd. DM |
|------------------------|--|-------------------|------------------------------------|-----------------|---|
| | nominal ¹ | real ² | Saldo | nachr.: Exporte | |
| 1980 | +0,0 | + 1,7 | - 25,5 | 224,2 | +29,6 |
| 1981 | +10,9 | +12,4 | - 28,0 | 237,1 | +34,1 |
| 1982 | +11,1 | + 9,1 | - 34,5 | 211,2 | +27,8 |
| 1983 | + 3,8 | + 2,5 | - 61,1 | 200,3 | +23,5 |
| 1984 | + 7,4 | + 4,9 | -107,4 | 220,3 | +19 ⁵ |
| durchschnittl. 1980-84 | + 6,6 | + 6,1 | - | - | - |

¹ Gewogener Außenwert des US-Dollar gegenüber 14 Industrieländern, Gewichtungsverfahren: Deutsche Bundesbank. ² Nominale effektive Wechselkurse des US-Dollar gegenüber 15 wichtigen Währungen, bereinigt um das Inflationsdifferential der Großhandelspreise von Industriewaren (ohne Nahrungsmittel), Gewichtungsverfahren: Morgan Guaranty Trust. ³ Einschließlich reinvestierter Gewinne.
Quellen: Deutsche Bundesbank; Morgan Guaranty Trust; Federal Reserve Bulletin.

Gefahren realer Kursschwankungen

So sehr die Dollaraufwertung der deutschen Konjunktur zugute kam, so sind doch damit auch gravierende Nachteile verbunden. Reale Wechselkursänderungen stellen Strukturimpulse dar und lösen strukturelle Anpassungen aus. Die reale Dollaraufwertung verändert die Ertragsrelation zugunsten der exportintensiven Branchen (z. B. Maschinenbau, Fahrzeugbau), weil hier kursbedingt Mehrerlöse anfallen. Das geht zu Lasten der Importbranchen (z. B. Mineralölverarbeitung, Energieversorgung), denen die Aufwertung Mehrkosten aufbürdet. Je länger die reale Dollaraufwertung anhält, desto weiter wird ein binnenwirtschaftlicher Umstrukturierungsprozeß in Richtung Exportbereich voranschreiten. Dies birgt Probleme in sich, sofern der gegenwärtige Kurstrend abbricht und in einen nachhaltigen Dollarab-

³ Vgl. Deutsche Bundesbank: Neuberechnung des Außenwerts der D-Mark und fremder Währungen, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Januar 1985.

schwung umschlägt. Dann würden kostspielige Restrukturierungen notwendig werden. Gerade die Unge­wißheit über die künftige Kursentwicklung macht es schwer zu entscheiden, ob der strukturelle Anpassungsprozeß forciert oder abgeschwächt werden soll. Die Gefahr struktureller Fehlentwicklungen ist groß.

Die reale Dollaraufwertung beeinflußt die deutsche Preisniveaumentwicklung ungünstig, wenngleich die Bedeutung dieses Effektes häufig weit überschätzt wird. Die Importbereiche werden ihre wechselkursbedingten Mehrkosten auf die Inlandspreise abzuwälzen versuchen. Eine reale Dollaraufwertung von 10 % hätte aber rechnerisch nur einen Preisniveaueffekt von 1,2 Prozentpunkten⁴. Selbst hiervon sind noch Abstriche zu machen. Parallel zur Dollaraufwertung sanken die auf Dollarbasis gerechneten Weltmarktpreise für Rohstoffe, was die Kostenrechnung der Importeure entlastet hat⁵. Zum anderen werden auch Exportbereiche einen Teil ihrer Mehrerlöse in Form von Preissenkungen am Inlandsmarkt weitergeben. Das ist dem Importpreisanstieg entgegenzusetzen. Somit ist der Preiseffekt der realen Dollaraufwertung unter einem Prozentpunkt anzusetzen. Eine künftige reale Dollarabwertung hätte demnach ebenfalls keine nennenswerte Kostenentlastung zur Folge. Allerdings würden die Preis/Kosten­effekte dann verstärkt werden, wenn sich die Weltmarktpreise nicht mehr gegenläufig, sondern parallel zum Dollarkurs entwickeln.

Die größte Gefahr realer Wechselkursbewegungen besteht darin, protektionistische Eingriffe in den Welt­handel zu provozieren. Gerade weil die Dollaraufwertung von den ökonomischen Bedingungen her nicht begründet werden kann, können amerikanische Unternehmen sie wegen des daraus entstehenden internationalen Konkurrenzdrucks leicht als „ungerecht“ diskriminieren. So wird der Ruf nach Schutzmaßnahmen laut. Die Ursache des Problems, der „falsche“ Dollarkurs, ist nicht schnell und einfach zu beheben. Da liegt es für die Regierung nahe, dem Konkurrenzdruck durch direkt greifende und gezielt wirksame Handelsbeschränkungen entgegenzutreten. Protektionistische Behinderungen mögen zunächst nur die wechselkursbedingte Wettbewerbsverzerrung korrigieren. Doch Maßnahmen dieser Art haben die Tendenz, sich auszuweiten und zu

überleben, wenn ihre Ursachen längst weggefallen sein mögen. Am Ende resultiert aus den ursprünglich „falschen“ Wechselkursen eine für alle Länder nachteilige Beschränkung des Welthandels.

Die hier angesprochenen Gefahren für die internationale Arbeitsteilung und den Welthandel gelten bei realen Wechselkursschwankungen schlechthin. Eine reale Abwertung des Dollar brächte sie ebenso mit sich wie eine reale Aufwertung. Selbst wenn viele Länder konjunkturrell von der realen Dollaraufwertung profitiert haben, sollten sie doch angesichts dieser Gefahren auf eine Währungspolitik drängen, die reale Wechselkursänderungen bekämpft.

Wechselkursbedingte Wertänderungen

Auf- und Abwertungen ändern den Wert von Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten (jeweils gerechnet in der heimischen Währung des Gläubigers der Fremdwährungsforderung oder des Schuldners der Fremdwährungsverbindlichkeit). Soweit diese Wertänderungen Zinsunterschiede zwischen Kapitalanlagen in verschiedenen Währungen ausgleichen, sorgen sie für ein internationales Arbitragegleichgewicht. Darüber hinausgehende, von übermäßigen Wechselkursbewegungen verursachte Wertänderungen stören jedoch die internationalen Kapitalbeziehungen. Sie bringen zudem Instabilität in das Währungssystem.

Durch die übermäßige Dollaraufwertung wurden nicht-amerikanische Gläubiger von Dollarforderungen begünstigt, nicht-amerikanische Schuldner von Dollarverbindlichkeiten belastet. Umgekehrt wurden amerikanische Gläubiger von Nicht-Dollar-Forderungen belastet, amerikanische Schuldner von Nicht-Dollar-Verbindlichkeiten begünstigt. Belastungen und Begünstigungen treten in Form von Wertänderungen der jeweiligen Fremdwährungstitel auf.

Veranschlagt man das Ausmaß der „falschen“ Dollaraufwertung – wie ausgeführt – auf 6 % pro Jahr, so läßt sich die daraus resultierende Wertänderung bei Fremdwährungspositionen auf 100 Mrd. US-Dollar pro Jahr schätzen. Dieser Wert kann freilich nur eine Vorstellung von Größenordnungen vermitteln, die im Spiel sind. Eine genaue Berechnung wechselkursbedingter Wertänderungen ist schwierig, weil nicht alle auf Dollar lautenden Fremdwährungspositionen und auf andere Währungen lautenden Fremdwährungspositionen amerikanischer Schuldner statistisch erfaßt sind.

Tabelle 3 enthält ausgewählte Auslandsforderungen und Auslandsverbindlichkeiten der USA. Die in Dollar zahlbaren Forderungen und Verbindlichkeiten machen rund 500 Mrd. US-Dollar aus. Hier kommt durch den

⁴ Im Importwert hat der Dollar ein Gewicht von 40 % (vgl. Deutsche Bundesbank: Neuberechnung, Monatsberichte, Januar 1985, S. 45). Das Gewicht der Importe im Bruttosozialprodukt liegt bei 30 %. Somit ist 0,10 ($0,4 \times 0,3$) das Gewicht, mit dem Dollarkurssteigerungen über die Importe auf das inländische Preisniveau (gemessen am Deflator) durchschlagen.

⁵ Der HWWA-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe auf Dollarbasis weist für den Zeitraum 1981 bis 1984 einen Rückgang von insgesamt 15 % aus.

Tabelle 3
Ausgewählte Auslandsforderungen und Auslandsverbindlichkeiten der USA
 (in Mrd. US-Dollar; Stand: Juni 1984)

| Bereich/Posten | Forderungen der USA | Verbindlichkeiten der USA |
|---|---------------------|---------------------------|
| I Zahlbar in US-Dollar | | |
| Banken in den USA ¹ | 287,2 | 242,8 |
| Auslandszweige von US-Banken ² | 156,7 | 102,1 ^a |
| Unternehmen in den USA (ohne Banken) | | |
| Handels- und Finanzkredite | 28,3 | 30,5 |
| Dollarguthaben bei Banken im Ausland | 44,2 | — |
| US-Treasury Bonds and Notes ³ | — | 93,3 |
| II Zahlbar in fremder Währung | | |
| Banken in den USA | 9,8 | 6,4 |
| Auslandszweige von US-Banken ² | 79,7 | 57,8 |
| Unternehmen in den USA (ohne Banken) | | |
| Handels- und Finanzkredite | 3,0 | 3,2 |

¹ Ohne Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber den eigenen Auslandsfilialen. ² Ohne Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber anderen Auslandsfilialen der Mutterbank. ³ Geschätzte Werte, Papiere mit einer ursprünglichen Laufzeit von mehr als einem Jahr; nicht enthalten sind nicht-handelbare Titel im Besitz offizieller Institutionen im Ausland; mit enthalten sind US-Treasury Notes, die in fremder Währung denominated sind und an private Ausländer veräußert wurden. ^a Ohne handelbare Certificates of Deposit.
 Quelle: Federal Reserve Bulletin.

Tabelle 4
Ausgewählte internationale Gläubiger-Schuldner-Beziehungen
 (in Mrd. US-Dollar)

| Posten | Gesamtsumme | darunter: denominated in US-Dollar | nachrichtlich: Dollaranteil an der Gesamtsumme in % |
|--|-------------|------------------------------------|---|
| Internationaler Bankenmarkt | | | |
| Bankforderungen ¹ | | | |
| Stand: Juni 1984 | 2 740 | 2 073 | 76 |
| Internationaler Anleihemarkt | | | |
| Insgesamt gegebene Anleihen ² | | | |
| Durchschnitt der Jahre 1980-84 | 71 | 43 | 61 |
| Devisenreserven | | | |
| Stand: Ende 1984 | 302 | 194 | 64 |

¹ Eurowährungsforderungen an In- und Ausländer, Forderungen in heimischer Währung an Gebietsfremde. ² Eurobonds und Auslandsbonds.
 Quelle: Morgan Guaranty Trust; Deutsche Bundesbank.

übermäßigen Dollarkursanstieg eine Wertänderung von 30 Mrd. US-Dollar zustande. Bei den in fremder Währung zahlbaren Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der USA (Größenordnung: 70 bis 90 Mrd. US-Dollar) beläuft sich die Wertänderung auf rund 5 Mrd. US-Dollar.

In weit höhere Größenordnungen kommt man, wenn man die Daten der internationalen Bankenstatistik und Anleihemärkte zugrunde legt (vgl. Tabelle 4). Die in Dollar denominierten internationalen Bankforderungen machen rund 2000 Mrd. US-Dollar aus. Hierzu kommen die in Dollar denominierten internationalen Anleihen. Der Bestand kann auf 300 Mrd. US-Dollar geschätzt werden (hier wurde unterstellt, daß die durchschnittliche Laufzeit dieser Titel sieben Jahre beträgt, was bei jährlichen Neuemissionen von durchschnittlich 43 Mrd. US-Dollar im Zeitraum 1980 bis 1984 diesen Bestandswert ergibt). Die durch die übermäßige Dollaraufwertung bewirkten Wertänderungen würden bei diesen Positionen auf 140 Mrd. US-Dollar (6 % von 2300 Mrd. US-Dollar) zu veranschlagen sein. Hiervon sind jedoch kräftige Abschläge zu machen, weil insbesondere unter den internationalen Bankforderungen Doppelzählungen vorkommen (für sie seien hier 50 % angenommen). Andererseits sind bei diesen Schätzungen nicht alle relevanten Fremdwährungspositionen erfaßt. Somit muß der angegebene Gesamtumfang wechsellkursbedingter Wertänderungen von 100 Mrd. US-Dollar (35 plus 50 % von 140 Mrd. US-Dollar) eher als vorsichtige Schätzung gelten. Aber auch dieser Wert zeigt schon, daß der Umfang wechsellkursbedingter Wertänderungen, die über die Zinsunterschiede hinausgehen, bei internationalen Kapitalbeziehungen alles andere als vernachlässigbar ist. Eine eventuelle übermäßige Dollarabwertung würde ebenfalls Wertänderungen in dieser Größenordnung erzeugen. Nur werden aus den bislang Belasteten dann Begünstigte und umgekehrt.

Die währungspolitisch wichtigste Frage ist, wie internationale Gläubiger und Schuldner auf derartige wechsellkursbedingte Wertänderungen ihrer Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten reagieren. Nehmen sie sie als rein buchmäßige Bewertungsvorgänge hin oder versuchen sie diese Wertänderungen zu realisieren? Das hängt entscheidend von ihren Erwartungen ab. Erwartet beispielsweise der deutsche Besitzer eines US-Wertpapiers weitere übermäßige Dollaraufwertungen, so wird er sein US-Engagement halten. Wird dagegen früher oder später eine Korrektur der übermäßigen Kursentwicklung erwartet, dann wird der Anleger den Wertgewinn realisieren wollen und sich von seinem US-Papier trennen. Verhalten sich andere Anleger ähnlich, so zeigt sich schnell, daß die buchmäßigen Gewinne gemeinsam gar nicht realisiert werden können. Der Versuch, US-Wertpapiere zu veräußern und die Erlöse in heimische Währung umzutauschen, hätte einen zweifachen Effekt. Es käme zu einem Zinsauftrieb in den USA, weil die Wertpapierkurse durch die Verkauforders der internationalen Anleger unter Druck ge-

Tabelle 5
Ausgewählte Posten der deutsch-amerikanischen Zahlungsbilanz

| Jahr | Deutsche Ausfuhr in die USA | Deutscher Handelsbilanzsaldo gegenüber USA (+ Überschuß) ¹ | Stand der deutschen Direktinvestitionen in den USA ² | Deutsche Direktinvestitionen in den USA (netto) pro Jahr ³ | Deutsche Portfolioinvestitionen in den USA | Neuanlagen | Nettozunahme | Tilgungs-Quote ⁴ | Deutsche Kapitalerträge aus den USA ⁵ |
|------|-----------------------------|---|---|---|--|------------|--------------|-----------------------------|--|
| | Mrd. DM | Mrd. DM | Mrd. DM | Mrd. DM | Mrd. DM | Mrd. DM | Mrd. DM | | Mrd. DM |
| 1980 | 21,5 | - 4,2 | 15,5 | 2,9 | 7,5 | 2,6 | 65 | | 6,0 |
| 1981 | 26,0 | - 2,4 | 21,2 | 3,1 | 9,7 | 2,5 | 74 | | 7,6 |
| 1982 | 28,1 | - 0,1 | 24,6 | 3,0 | 20,0 | 4,8 | 76 | | 8,6 |
| 1983 | 32,8 | + 5,1 | 29,2 | 3,1 | 23,1 | 2,0 | 91 | | 9,6 |
| 1984 | 46,8 | +15,7 | . | 2,1 | . | 3,5 | . | | . |

¹ Ausfuhr: fob, Einfuhr: cif. ² Unmittelbare Direktinvestitionen deutscher Unternehmen, Stand am Jahresende (Daten aus der jährlichen Bestands-erhebung der Deutschen Bundesbank). ³ Daten aus der regionalisierten Zahlungsbilanzstatistik. ⁴ Relation aus Liquidationen (= Neuanlagen ab-züglich Netto-Investitionen) zu den Neuanlagen. ⁵ Zu mehr als 70 Prozent Einnahmen öffentlicher Kapitalanleger, einschließlich der Zinseinnahmen der Deutschen Bundesbank. Quelle: Deutsche Bundesbank.

rieten. Gleichzeitig würde der Dollarkurs infolge des erhöhten Dollarangebots fallen. Hier liegt die Problematik. Gerade wenn die Akteure an den internationalen Finanz- und Devisenmärkten die Entwicklung der Devisenkurse für „falsch“ oder „übermäßig“ halten, neigen sie zu Reaktionen, die zu einem allerdings nicht voraussehbaren Zeitpunkt die Kurskorrektur dann auch herbeiführen. Da der Erwartungsumschwung sich schnell ausbreiten wird, schießt die korrigierende Kursbewegung dann leicht übers Ziel hinaus. In der übermäßigen Dollaraufwertung steckt der Keim zu einer ebenso übermäßigen Abwertung.

Die bislang angesprochenen Wertänderungen betreffen Bestände von Fremdwährungsforderungen und Fremdwährungsverbindlichkeiten, und sie sind zunächst buchmäßig. Darüber hinaus beeinflussen übermäßige Dollarkursbewegungen auch die Bedingungen, zu denen Bestandsänderungen vorgenommen werden. Die dabei auftretenden Lasten und Vorteile können den buchmäßigen Wertänderungen der Bestände durchaus entgegenstehen.

Direktinvestitionen

Als Beispiel für eine Dollar-Gläubiger-Position seien die deutschen Direktinvestitionen in den USA betrachtet. Im Jahr 1980 machte der Bestand deutscher Direktinvestitionen in den USA 15,5 Mrd. DM aus (vgl. Tabelle 5). Allein durch die zwischenzeitliche Dollaraufwertung hat sich dieser Bestandswert um 9 Mrd. DM erhöht (vorausgesetzt, die Beteiligungen waren in US-Dollar denominated). Realisiert würden diese Buchgewinne aber nur durch Veräußerung der US-Beteiligungen. Bei wachsendem Welthandel und zunehmender internationaler Arbeitsteilung werden die Investoren ihre Bestände an Beteiligungen aber eher ausdehnen wollen. Das war auch der Fall. Die jährlichen deutschen Direktinvestitionen in den USA waren positiv. Nun ist die übermäßige Dollaraufwertung nachteilig, weil zusätzliche Beteiligungen aufgrund des gestiegenen Dollar (in DM) teu-

rer geworden sind. Rein wechselkursbedingt mußten deutsche Investoren für eine US-Anlage 1984 57 % mehr bezahlen als 1980. Während die kursbedingten Wertzuwächse bei vorhandenen Beteiligungen nur buchmäßig waren, fielen die wechselkursbedingten Belastungen bei den zusätzlichen Direktinvestitionen effektiv an. Sollte es in Zukunft zu einer starken Dollarabwertung kommen, so würde die umgekehrte Wirkung eintreten. Die D-Mark-Werte deutscher US-Beteiligungen würden abnehmen und die Investoren somit buchmäßig „ärmer“ werden. Andererseits wäre es wieder billiger, neue US-Beteiligungen zu erwerben, und dies käme den Investoren effektiv zugute.

Als Beispiel für eine Dollar-Schuldner-Position soll die Lage von Schuldnerländern der Dritten Welt behandelt werden. Sie werden durch übermäßige Dollaraufwertungen buchmäßig belastet, bei einer zusätzlichen Dollarkreditaufnahme jedoch effektiv entlastet (um über den gleichen Betrag in ihrer heimischen Währung verfügen zu können, benötigen sie nun einen geringeren Dollarkredit). Doch die Lage der Schuldnerländer ist insofern anders, als ihnen eine weitere Schuldenzunahme häufig verweigert werden soll und sie zum Teil sogar zur Tilgung ihrer bisherigen Schulden gedrängt werden. Im Tilgungsfall werden die zunächst nur buchmäßigen Belastungen durch die Dollaraufwertung nun auch realisiert. Nicht als Schuldner schlechthin, sondern wenn sie ihre Schuldenposition reduzieren sollen, werden die verschuldeten Entwicklungsländer von der übermäßigen Dollaraufwertung effektiv belastet. Bei einer Gesamtverschuldung der Entwicklungsländer von gut 700 Mrd. Dollar (allerdings einschließlich Verbindlichkeiten, die nicht in Dollar zahlbar sind) kann die Belastung auf 40 Mrd. US-Dollar pro Jahr (6 % von 700) beziffert werden. Eine Dollarabwertung könnte insoweit die Verschuldungsprobleme der Entwicklungsländer spürbar verringern.

Bei der Bilanzierung wechselkursbedingter Lasten und Vorteile müssen jedoch die Handelseffekte mit ein-

bezogen werden. Eine reale Dollarabwertung würde die Exportchancen der Entwicklungsländer in die USA schmälern und es ihnen damit erschweren, die für den Schuldendienst benötigten Mittel im Handel zu verdienen. Starke Dollarkursbewegungen haben somit gegensätzliche Wirkungen auf die Positionen der Schuldnerländer. Je nachdem wie bei den einzelnen Ländern Höhe der Schuld und Struktur des Außenhandels kombiniert sind, können die Wechselkurseffekte unterschiedlich sein. Simulationsrechnungen zeigen, daß etwa Brasilien und Mexiko von einer stärkeren Dollarabwertung kaum profitieren werden. Die Relation ihrer Auslandsschulden zu ihren Exporten bliebe davon unberührt. Anders sieht es für Chile aus, das seine Schuldenrelation bei einer Dollarabwertung verstärkt reduzieren könnte⁶.

Kapitalertragswirkungen

Im Bereich der internationalen Kapitalbeziehungen haben übermäßige Wechselkursbewegungen neben Wertänderungen bei Beständen und Veränderungen von Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten auch Auswirkungen auf die Bewertung der Kapitalerträge. Durch die Dollaraufwertung ist die deutsche Kapitalertragsbilanz positiv beeinflusst worden, weil in Dollar zahlbare Kapitalerträge an Wert gewonnen haben. Die Zunahme der deutschen Kapitalerträge aus den USA von 6 Mrd. DM im Jahr 1980 auf 9,6 Mrd. DM 1983 war zu dreiviertel durch die Dollaraufwertung bedingt (vgl. Tabelle 5). Umgekehrt ist die US-Kapitalbilanz belastet worden, weil US-Anleger für Kapitalerträge in fremder Währung aufwertungsbedingt weniger Dollar Erlösen. Der starke Rückgang der US-Nettokapitalerträge belegt das (vgl. Tabelle 2).

Die Kapitalerträge werden in der Leistungsbilanz gebucht. Somit wirkt die reale Dollaraufwertung in doppelter Weise auf die Leistungsbilanz: über die Handelsbilanz und über die Kapitalertragsbilanz. Beides brachte den Vereinigten Staaten eine Passivierungstendenz, der Bundesrepublik Deutschland eine Aktivierungstendenz. Je länger die übermäßige Dollaraufwertung anhält, um so schlechter muß das Leistungsbilanzbild der Vereinigten Staaten werden. Dies spricht auf lange Sicht gegen den Dollar und macht einen Umbruch im Kurstrend immer wahrscheinlicher.

Flexible Interventionszonen

Ziehen wir eine Bilanz aus deutscher Sicht. Statt gegenüber der D-Mark wegen des Infiations- und Zinsge-

fälles abzuwerten, hat der Dollar gegenüber der D-Mark aufgewertet, entwickelte er sich also „falsch“. Das brachte Vorteile: Besserung der deutschen Handelsbilanz und damit verbunden positive Konjunkturreffekte, die Zunahme der Nettokapitalerträge, den Anstieg des Wertes von Dollarforderungen. Ihnen stehen Nachteile gegenüber: Dollarverbindlichkeiten haben wertmäßig ebenfalls zugenommen, der Erwerb zusätzlicher Dollarforderungen war teurer, die strukturellen Anpassungsprozesse gehen vermutlich in die falsche Richtung, die Gefahr des Protektionismus wird stärker.

Es spricht einiges dafür, daß die Kursentwicklung des Dollar umknicken könnte und dann ein übermäßiger Kursrutsch einsetzt. Dann kehren sich einige der genannten Effekte um. Die Konjunktur würde belastet, der Kapitalertrag wird abnehmen, Wertverlusten bei Dollarforderungen ständen verbilligte Erwerbsmöglichkeiten von zusätzlichen US-Titeln gegenüber. Doch einige der Probleme werden unverändert auftreten. Die strukturellen Anpassungsprobleme entstehen bei übermäßigen Dollarkursentwicklungen in beide Richtungen (nicht nur bei einer Aufwertung). Das gleiche gilt für protektionisti-

Gustav Fischer Verlag

Chinque

Economic English for Managers

Ein integrierter Sprachkurs für Praktiker im Wirtschaftsleben und für Studenten
1984. 2 Tonbandkassetten und ein Textbuch,
im Schuber DM 84,-
(unverbindliche Preisempfehlung)

Hasse

Multiple Währungsreserven

Probleme eines Währungsstandards mit
multiplen Währungsreserven
1984. DM 79,-

Hanusch/Roskamp/Wiseman

Staat und Politische Ökonomie heute Public Sector and Political Economy today

Horst Claus Recktenwald zum 65. Geburtstag.
Essays on Honour of Horst Claus Recktenwald
1985. DM 112,-

Derix

Säkulare Inflation, kompetitive Geld- ordnung und „unbeschränkte Demokratie“

1985. Etwa DM 98,-

Preisänderungen vorbehalten

Ausführliches Verzeichnis »Wirtschaftswissenschaften« erhalten Sie auf Anforderung kostenlos vom Verlag.

Postf. 72 01 43 · 7000 Stuttgart 70

⁶ Vgl. The LDC debt problem – at the midpoint?, in: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets, Oktober/November 1984, S. 6 ff.

sche Tendenzen. Mag sich das eine Land von einem Kursumschwung einen Vorteil ausrechnen und das andere Nachteile befürchten, so bleibt doch für alle das zentrale Problem, daß „falsche“ Wechselkursbewegungen – in welche Richtung auch immer – in der Summe kostspielig sind. Dem entgegenzuwirken, ist eine Aufgabe für die Währungspolitik.

Doch die internationale Währungspolitik wirkt ratlos. Auf der einen Seite vergeht schon seit Jahren kaum eine internationale wirtschaftspolitische Konferenz, auf der nicht einhellig mehr Stabilität bei den Wechselkursen gefordert wird. Auf der anderen Seite wird aber praktisch nichts unternommen. Wichtige Währungsbehörden, US-Treasury, Deutsche Bundesbank, Bank of England, Schweizer Nationalbank, lehnen systematische Interventionen an den Devisenmärkten ab, weil sie die Erfolgsaussichten solcher Interventionen für gering halten. Die Resignation vor den Wechselkursproblemen darf aber nicht die letzte Antwort der internationalen Währungspolitik sein. Gleichwohl dürfen die Probleme nicht übersehen werden, die einer Rückkehr zu festeren Wechselkursen oder auch nur zu „Wechselkurszonen“ entgegenstehen:

- Erstens müßten die nationalen Wirtschaftspolitiken besser harmonisiert werden. Unterschiedliche Wirtschaftspolitiken in den Ländern erzeugen Spannungen im Währungssystem, denen auf die Dauer durch Interventionen nicht standgehalten werden kann.
- Zweitens besteht beim Übergang zu festeren Wechselkursen stets das Niveauproblem. Sollen die Wechselkurszonen um die aktuell herrschenden Kurse gelegt werden? Oder sollten die „ökonomisch richtigen“ Kursrelationen zugrunde gelegt werden? Wie bestimmt man diese? Die Diskrepanzen können groß sein. Aus der Sicht der Kaufkraftparitätentheorie müßte der Dollar heute eigentlich bei 1,65 DM liegen und nicht über 3 DM. Es wird sehr schwierig sein, Kursrelationen festzulegen, die von allen beteiligten Ländern, aber auch von den Akteuren an den internationalen Finanz- und Devisenmärkten für „angemessen“ gehalten werden. Dennoch ist das Ziel, für größere Wechselkursstabilität zu sorgen, richtig. Jedoch empfiehlt es sich, auf dem Weg dahin einen Zwischenschritt einzulegen. Dieser Zwischenschritt könnte in der Errichtung „flexibler Interventionszonen“ bestehen.

Begrenzung der Kursänderungen

Die Notenbanken sollten durch Interventionen nicht einen bestimmten Wechselkurs festhalten, sondern die tägliche Kursänderung begrenzen. Das Interventionsziel würde darin bestehen, die Änderung des Wechsel-

kurses gegenüber dem Kurs am Vortag auf x Prozent nach oben und nach unten zu begrenzen. Die Interventionszone ist also durch die dann maximal mögliche Kursänderung (x Prozent nach oben, x Prozent nach unten) vorgegeben. Sie ist insofern flexibel, als die Basis für die zulässige Kursänderung der jeweilige Wechselkurs des Vortags ist. Der Wert der zulässigen Änderungsrate x könnte z. B. bei einem Drittel Prozent festgelegt werden. Eine nachhaltig aufwertende Währung, die den Änderungsspielraum an jedem Tag voll ausschöpft, würde dann im Verlauf eines Monats um ungefähr 10 % aufwerten können. Analog würde die maximale Abwertungsrate ebenfalls 10 % betragen. In der Regel wird die mögliche Kursänderung geringer ausfallen, weil eine Währung im Monatsverlauf Auf- und Abwertungen erleben wird.

Durch die flexiblen Interventionszonen werden unmittelbar die heute gegenüber früheren Zeiten außerordentlich starken täglichen Kurssprünge verhindert, und von daher wird eine stetige Kursentwicklung erzielt. Die flexiblen Interventionszonen können bei jedem Kursniveau eingeführt werden, so daß sich das Niveauproblem nicht stellt. Gegenüber der herrschenden Laissez-faire-Mentalität hat die flexible Interventionszone den währungspolitischen Sinn, die Notenbank durch die Interventionspflicht wieder für die Wechselkursentwicklung in die Verantwortung zu nehmen. Die Währungsbehörden wären an den Devisenmärkten präsent, und sie würden nach bestimmten Regeln und systematisch handeln, statt wie häufiger in der Vergangenheit durch plötzliche Interventionen mehr zur Verwirrung denn zur Orientierung der Devisenmärkte beizutragen. Gleichzeitig würde eine Überforderung der Währungsbehörden vermieden, weil sie nicht einen bestimmten Kurs, der vom Markt vielleicht nicht akzeptiert wird, verteidigen müßten.

Gleichwohl sollte die „flexible Interventionszone“ nur einen Zwischenschritt in Richtung auf größere Wechselkursstabilität darstellen. Wenn die Kursentwicklungen in ruhigere Bahnen gelangt sind, können weitere Schritte folgen. Die Interventionsregel könnte dann etwa asymmetrisch ausgestaltet werden, d. h. die täglich zulässige Änderungsrate nach oben von der nach unten abweichen. Dies könnte ein Instrument sein, um bestimmte Kurse im Trend zu drücken, andere anzuheben. Mehr Wechselkursstabilität kann nicht auf einfache Weise verordnet werden. Sie muß dadurch möglich werden, daß die Währungsbehörden Ruhe in die Wechselkursentwicklung bringen, den Devisenmärkten Orientierungshilfen geben und sie allmählich in die gewünschte Richtung lenken. Dieser Weg mag langwierig sein, ein kürzerer Weg ist nicht in Sicht.