

Bofinger, Peter; Gerberding, Christina

Article — Digitized Version

Das EWS als Modell für die Weltwährungsordnung?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Bofinger, Peter; Gerberding, Christina (1988) : Das EWS als Modell für die Weltwährungsordnung?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 68, Iss. 7, pp. 348-356

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/136416>

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.

Peter Bofinger, Christina Gerberding

Das EWS als Modell für die Weltwährungsordnung?

In der Debatte über die Weltwährungsordnung herrscht Einigkeit darüber, daß mehr Stabilität in den internationalen Währungsbeziehungen wünschenswert wäre. Könnte ein Festkurssystem zwischen den wichtigsten Industrieländern der gegenwärtigen Instabilität ein Ende machen? Welche Vorzüge und Schwächen würde ein solches, nach dem Modell des EWS konstruiertes System aufweisen?

Im Mittelpunkt der Diskussion über eine Reform des Weltwährungssystems stehen Forderungen nach verstärkter internationaler Kooperation und Koordinierung der nationalen Wirtschaftspolitiken. Seit Jahren werden vor allem drei Vorschläge diskutiert: das Konzept von Ronald McKinnon, die Wechselkurse über eine koordinierte Steuerung der Weltgeldmenge zu stabilisieren¹, das vor allem von John Williamson propagierte und weiterentwickelte Zielzonen-Modell² und der Ansatz einer Koordinierung der Wirtschaftspolitik auf der Grundlage sogenannter objektiver Indikatoren³.

Weit weniger Beachtung hat dagegen der Vorschlag gefunden, zwischen den wichtigsten Industrieländern ein Festkurssystem nach dem Vorbild des Europäischen Währungssystems (EWS) zu errichten. In jüngster Zeit ist diese Lösung zwar im politischen Raum als eine mögliche Option in Betracht gezogen worden⁴, es fehlt bisher jedoch an einer systematischeren ökonomischen Analyse. Obwohl die Erfolge des Europäischen Währungssystems (EWS) inzwischen allgemein anerkannt werden, stößt die Vorstellung eines weltweiten Festkurssystems meist von vornherein auf Ablehnung⁵.

Die schlechten Erfahrungen aus der Zeit des Bretton-Woods-Systems sind wohl der entscheidende Grund für die weitverbreitete Ablehnung gegenüber einem internationalen Festkurssystem, das meist mit einem „Zurück zu Bretton Woods“ gleichgesetzt wird. Die folgende Analyse zeigt jedoch, daß sich ein Weltwährungssystem

nach dem Modell des EWS in seiner institutionellen Ausgestaltung und Funktionsweise erheblich vom Bretton-Woods-System unterscheiden würde. Damit wäre ein Teil der üblichen Einwände gegen ein Festkurssystem im Weltmaßstab hinfällig, während andere Probleme an Bedeutung gewinnen würden.

Ausgestaltung

Zur Verdeutlichung der Funktionsweise eines internationalen Festkurssystems nach dem Vorbild des EWS sei im folgenden von einem trilateralen Währungssystem (TWS) ausgegangen, das mit dem Dollar, dem Yen und der DM die drei wichtigsten Handels-, Finanz- und Reservewährungen umfassen würde. Die Beschränkung eines neuen Währungssystems auf die Vereinigten Staaten, Japan und die Bundesrepublik – im Sinne eines „key-currency“-Systems – erschiene auch unter administrativen Gesichtspunkten als eine besonders effiziente Lösung⁶.

¹ Ronald I. McKinnon: An International Standard for Monetary Stabilization, Washington D.C. 1984; ders.: Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal, in: The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 1, S. 83-103.

² John Williamson: The Exchange Rate System, revised edition, Washington D.C. 1985; John Williamson, Marcus M. Miller: Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy, Washington D.C. 1987.

³ Siehe hierzu Andrew Crockett, Morris Goldstein: Strengthening the International Monetary System: Exchange Rates, Surveillance, and Objective Indicators, Occasional Paper No. 50, IMF, Washington D.C. 1987.

⁴ Edouard Balladur: Ordnung muß sein, in: Wirtschaftswoche, Nr. 11 (11. 3. 1988), S. 90-97; Karl Otto Pöhl: A European central bank and a European currency could be the crowning achievement of the long and difficult process to monetary union in Europe, in: World Link, Genf, April 1988, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 23 (7. April 1988), S. 1-3.

Dr. Peter Bofinger, 33, und Christina Gerberding, Dipl.-Volkswirtin, sind Mitarbeiter der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Landeszentralbank in Baden-Württemberg in Stuttgart.

Da in den USA, der Bundesrepublik und mittlerweile auch in Japan die Finanzmärkte vollständig liberalisiert sind, würde es sich bei einem TWS von Anfang an um ein System fester Wechselkurse bei völlig freiem Geld- und Kapitalverkehr handeln; insofern würde es sich erheblich vom EWS in seiner Anfangsphase, aber auch noch unter den heutigen Verhältnissen unterscheiden.

Bei einem Währungssystem nach dem Muster des EWS würden die drei Länder den Interventionsverpflichtungen ein *Gitter bilateraler Leitkurse* zwischen ihren Währungen zugrunde legen. Ein solcher Paritätengitter-Standard ist von Grund auf anders strukturiert als das Bretton-Woods-System, in dem die Leitkurse aller Währungen nur gegenüber dem Dollar fixiert waren, ohne daß für den Dollar ein Leitkurs gegenüber irgendeiner anderen Währung bestand (Leitwährungsstandard). Alle drei beteiligten Zentralbanken wären verpflichtet, die bilateralen Leitkurse ihrer Währungen innerhalb bestimmter Bandbreiten zu verteidigen. Während im EWS die Bandbreiten $\pm 2,25\%$ um die Leitkurse betragen, wäre zu überlegen, in einem Festkurssystem zwischen den drei großen Anlagewährungen der Welt zumindest in der Anfangsphase weitere Bandbreiten festzulegen. Dies wäre eine wichtige Voraussetzung, um das Entstehen von Währungskrisen soweit wie möglich zu vermeiden (siehe unten). In Tabelle 1 werden deshalb Bandbreiten von $\pm 5\%$ um die hypothetischen Leitkurse angenommen.

Bei der Errichtung eines Festkurssystems stellt sich grundsätzlich die Frage, welche Werte für die Paritäten festgesetzt werden sollen. Gegner fester Wechselkurse weisen stets darauf hin, daß alle bekannten Methoden zur Bestimmung gleichgewichtiger Wechselkurse mit erheblichen Problemen verbunden sind. In der Tat gibt es keine befriedigende Lösung für die Ermittlung der „richtigen“ Wechselkurse, allenfalls könnte die Möglichkeit eines „consensus-forecast“ (als Mittelwert aus den Ergebnissen verschiedener Schätzverfahren) erwogen werden⁷. Einen möglichen Ausweg zeigt der Blick zu-

rück in die Anfangsphase des EWS. Dem Paritätengitter wurden damals keine auf der Grundlage von Modellrechnungen ermittelten Gleichgewichtskurse zugrunde gelegt; vielmehr wurden für die Währungen der „Schlange“ (DM, bfr, dkr, hfl) die geltenden bilateralen Leitkurse in das neue System übernommen und für die bis dahin floatenden Wechselkurse des französischen Franc, der Lira und des irischen Pfund die Marktkurse vom 12. März 1979 als neue Leitkurse festgelegt. In Anbetracht der seit dem Louvre-Accord immer wieder bekräftigten Absicht der wichtigsten Industrieländer, die Wechselkurse um das derzeitige Niveau herum zu stabilisieren, dürfte die Bestimmung der Anfangskurse auch in einem TWS kein unüberwindliches Problem darstellen⁸.

Wie im EWS sollten Änderungen der Leitkurse im Abkommen vorgesehen sein, um dieses Anpassungsinstrument für den Fall erheblicher makroökonomischer Divergenzen offenzuhalten. Aufgrund der Konstruktion des Paritätengitters würden Realignments ein gegenseitiges Einvernehmen aller Beteiligten voraussetzen; einseitige Paritätsänderungen wie im Bretton Woods wären nicht möglich.

Interventions- und Saldenausgleichsregeln

An den oberen und unteren Interventionspunkten des Paritätengitters wären die Zentralbanken verpflichtet, in unbegrenzter Höhe zu intervenieren (sogenannte *obligatorische* Interventionen). So würde z. B. nach Tabelle 1 der Mindestkurs des Dollar, bei dem die Bundesbank Dollar gegen DM ankaufen müßte, 1,615 DM/\$ betragen. Diesem Kurs würde für das Federal Reserve System (Fed) ein Höchstkurs der DM von 0,62 \$/DM entsprechen, bei dem sie DM gegen Dollar verkaufen müßte. Beide Notenbanken wären also beim Mindestkurs des Dollar (Höchstkurs der DM) zur Aufnahme von Dollar gegen DM verpflichtet. Insofern beinhaltet ein Paritätengitter-Standard eine *formale Symmetrie* der Interventionsverpflichtungen, während bei einem Leitwährungs-Standard wie dem Bretton-Woods-System immer nur die Nicht-Leitwährungsländer zu Interventionen gegenüber der Leitwährung (dem US-Dollar) verpflichtet sind⁹.

In dem neuen TWS müßte ebenso wie im EWS sichergestellt werden, daß den Zentralbanken der Schwachwährungsländer für die obligatorischen Interventionen am Devisen-Verkaufspunkt in ausreichendem Umfang

⁵ Typisch für viele Äußerungen ist die folgende Argumentation der „Group of Ten“: „While useful lessons can be drawn from the experience of the EMS as regards the promotion of policy convergence and exchange rate stability, the Deputies recognize that the system cannot be dissociated from the particular political and economic environment in which it operates and therefore cannot be readily extended to a broader and more heterogeneous context characterized by the presence of a number of reserve currencies. Such a system would run a much greater risk of being exposed to pressures similar to those which arose in the final phase of the par value system.“ Group of Ten: The Functioning of the International Monetary System, in: IMF Survey, Supplement on the Fund, Vol. 14 (July 1985), Paragraph 24.

⁶ So auch Jacob A. Frenkel, Morris Goldstein: A Guide to Target Zones, IMF Staff Papers, Vol. 33 (1986), No. 4, S. 633-673, hier S. 659 f.

⁷ Siehe dazu J. A. Frenkel, M. Goldstein, a.a.O., S. 659.

⁸ So auch Wolfgang Filc: Zielzonen für den US-Dollar, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 66. Jg. (1986), H. 6, S. 288-294.

⁹ Zu überwiegend einseitigen Interventionen der Nicht-Dollar-Länder gegenüber dem US-Dollar führten auch die internationalen Kooperationsabkommen seit Herbst 1985.

Tabelle 1
TWS-Paritätengitter

Landeswährung	Währungseinheiten (WE)	1 US-\$ = ... WE	100 Yen = ... WE	1 DM = ... WE
US-Dollar	H		0,84	0,62
	L	–	0,8	0,59
	M		0,76	0,56
Yen	H	131,25		77,21
	L	125	–	73,53
	M	118,75		69,85
DM	H	1,785	1,43	
	L	1,70	1,36	–
	M	1,615	1,29	

Guthaben in der jeweiligen starken Währung zur Verfügung stehen. Es könnte dazu eine Kreditfazilität beim IWF geschaffen werden, die in SZR geführt und nach den gleichen Prinzipien wie die „sehr kurzfristige Finanzierung“ im EWS gehandhabt würde. Über diese Fazilität könnte dann zum Beispiel die Fed die für ihre Interventionen erforderlichen DM-Beträge auf dem Kreditwege von der Bundesbank erhalten. Sowohl die in Anspruch genommenen Kredite als auch die im Zuge von Interventionen erworbenen Fremdwährungsguthaben der Notenbanken mit starker Währung würden auf den Konten der Fazilität verrechnet werden, wobei die Interventionssalden als Forderungen der Zentralbank des Starkwährungslandes und als Verbindlichkeiten der Notenbank des Schwachwährungslandes verbucht würden.

Der Saldenausgleich müßte in Form von Währungsreserven der Schuldnerzentralbank erfolgen, sei es in Guthaben der Währungen des Gläubigerlandes, in SZR oder in anderen Reserveaktiva, nicht jedoch in der eigenen Währung. Dem EWS-Verfahren analog könnten die Teilnehmerländer des TWS einen Teil ihrer Goldreserven bei der Verrechnungsfazilität gegen Übertragung eines entsprechenden Gegenwerts in SZR-Guthaben hinterlegen. Damit wäre sichergestellt, daß auch die USA in der Anfangsphase des Systems über einen ausreichenden Bestand an Devisenreserven verfügen.

Funktionsweise des Systems

Die Koordinierung der Geldpolitiken erfolgt in einem Festkurssystem über die Anpassungsmechanismen, die von den Interventions- und Saldenausgleichsregeln ausgelöst werden. Die Ausgestaltung dieser Regelmechanismen ist somit entscheidend für die Funktionsweise des Systems. Von den Interventions- und Salden-

ausgleichsverpflichtungen eines Festkurssystems gehen generell zweierlei Anpassungsimpulse aus:

- Veränderungen der nationalen *Geldbasen* als Folge der obligatorischen Interventionen (kurzfristige Anpassungsimpulse)
- Veränderungen der *Währungsreserven* als Folge der Saldenausgleichsverpflichtungen (mittelfristige Anpassungsimpulse).

Wie die Anpassungsprozesse in einem Weltwährungssystem nach dem Vorbild des EWS ausfallen würden, soll anhand eines Beispiels erläutert werden. Als exogener „Schock“ wird eine inflationäre Geldpolitik in den Vereinigten Staaten angenommen, die zu einer Abwertungstendenz des Dollar gegenüber der DM führt. Wenn der Dollar seinen unteren DM-Interventionspunkt erreichte, wäre sowohl die Fed als auch die Bundesbank verpflichtet, Dollar gegen DM anzukaufen.

Zur Erfüllung ihrer Interventionsverpflichtung würden der *Fed* über die Kreditfazilität unbegrenzt DM-Zentralbank-Guthaben zur Verfügung gestellt, die sie am Devisenmarkt gegen Dollar-Guthaben verkaufen müßte. Diese Interventionen hätten eine Verringerung der US-Geldbasis und eine Erhöhung der deutschen Geldbasis zur Folge: Gleichzeitig müßte die *Bundesbank* Dollar-Guthaben gegen DM erwerben. Wie sich dieser Interventionsvorgang auf die Geldbasis in den beiden Ländern auswirken würde, hinge wesentlich vom Anlageverhalten der Bundesbank ab. Transferierte sie – analog zur Praxis im EWS – die bei der Intervention erworbenen Dollar-Sichtguthaben über die Verrechnungsfazilität an die Fed, dann würde auch durch die Bundesbank-Intervention die deutsche Geldbasis steigen und die amerikanische Geldbasis zurückgehen. Von den Geldbasiseffekten der obligatorischen Interventionen würden insoweit *symmetrische Anpassungsprozesse* in beiden Ländern ausgelöst. Das hier beschriebene Verhalten der Bundesbank würde allerdings eine erhebliche Änderung in ihrer Devisenanlagepolitik bedeuten. Bisher hat die Bundesbank die bei Interventionen erworbenen Dollar-Guthaben stets in Dollar-Schatzanleihen angelegt und somit die Auswirkungen ihrer Interventionen auf die amerikanische Geldbasis sterilisiert. Würde die Bundesbank diese Politik auch in einem TWS beibehalten, dann ergäbe sich ein Unterschied in den Geldbasiseffekten der Devisenmarkt-Interventionen, je nachdem ob sie von der Fed oder von der Bundesbank ausgeführt würden.

Auch die Auswirkungen der Interventionen auf die *Währungsreserven* der beiden Länder wären abhängig von der Devisenanlagepolitik der Bundesbank. Ver-

schuldete sich die Fed bei der Kreditfazilität und/oder transferierte die Bundesbank ihre Dollar-Forderungen über die Fazilität direkt an die Fed, dann entstünde für die Bundesbank eine Forderung, für die Fed eine Verbindlichkeit auf den Konten der Verrechnungsfazilität, die von der Fed innerhalb einer gewissen Frist auszugleichen wäre. Damit käme es zu einem Rückgang der amerikanischen Netto-Währungsreserven und einem Anstieg der Netto-Währungsreserven der Bundesbank. Während die Bundesbank durch die Zunahme ihrer Währungsreserven nicht unter Druck gesetzt würde, expansive Maßnahmen zu ergreifen, müßte die Fed früher oder später Anpassungsmaßnahmen ergreifen, um ihren Reserveverlust zum Stillstand zu bringen. Den symmetrisch wirkenden Liquiditätseffekten der Interventionen stünden somit *asymmetrisch* wirkende Reserveeffekte der Saldenausgleichsverpflichtung gegenüber.

Würde die Bundesbank sich statt dessen entscheiden, die Dollar-Guthaben in Form von Schatzwechseln in ihre Währungsreserven zu übernehmen, dann unterbliebe der von den Saldenausgleichsverpflichtungen ausgehende Anpassungsdruck. In diesem Fall wäre das TWS nicht mehr ohne weiteres mit dem EWS gleichzusetzen. Während die Bundesbank im EWS bisher kein Interesse daran hatte, z. B. Franc-Guthaben in ihre Währungsreserven aufzunehmen, wäre in einem TWS immer wieder mit Situationen zu rechnen, in denen die Bundesbank an einem Anstieg ihrer Dollar-Reserven interessiert sein könnte. Damit wäre der Anpassungsdruck für die Vereinigten Staaten, sollten sie in die Rolle des Schwachwährungslandes im TWS kommen, nicht notwendigerweise so ausgeprägt, wie er es im EWS beispielsweise für Frankreich war. Allerdings hätte es die Bundesbank in einem TWS – anders als im System von Bretton Woods¹⁰ – jederzeit in der Hand, ihre Dollar-Aktiva an die Verrechnungsfazilität zu transferieren und damit die systemimmanenten Anpassungsmechanismen für das Schwachwährungsland auszulösen.

Bedeutung der Anpassungsmechanismen

Geht man davon aus, daß die Bundesbank in einem TWS eine Devisenanlagepolitik wie im EWS verfolgen würde, dann stellt sich die Frage, welcher der beiden Anpassungsmechanismen – die symmetrischen Geldbasis- oder die asymmetrischen Reserveeffekte – dominieren würde. Im EWS haben sich bisher die über den

Reservemechanismus ausgelösten Anpassungszwänge als dominant erwiesen. Dies läßt sich vor allem mit dem unterschiedlichen Sterilisationsverhalten der Notenbank mit schwacher und der Notenbank mit starker Währung erklären. Solange nämlich die Notenbank des Landes mit starker Währung die Auswirkungen der Interventionen auf die inländische Geldbasis sterilisieren kann, ist sie auch liquiditätspolitisch keinem Anpassungsdruck an die Schwachwährungsländer ausgesetzt. Dagegen muß ein Land mit schwacher Währung damit rechnen, daß eine Sterilisation der restriktiven Liquiditätseffekte zu einer weiteren Schwäche seiner Währung und damit zu einem zusätzlichen Interventionsbedarf und Reserveverlust führt. Insofern dürfte die Asymmetrie des Reservemechanismus die Ursache für das zu beobachtende asymmetrische Sterilisationsverhalten der EWS-Notenbanken sein¹¹.

Auch hier lassen sich die Verhältnisse im EWS nicht ohne weiteres auf ein TWS übertragen. Als einem der großen Länder des EWS war es für die Bundesrepublik meist vergleichsweise problemlos möglich, die mit Interventionen einhergehenden Liquiditätseffekte zu sterilisieren. Auch dürften die Kapitalverkehrskontrollen die spekulativen Zuflüsse aus Frankreich und Italien in Grenzen gehalten haben. In einem TWS mit völlig freiem Kapitalverkehr und den USA und Japan als potentiellen Gegenspielern hätte es die Bundesbank voraussichtlich mit sehr viel größeren Interventionsvolumina zu tun. In der Situation einer DM-Stärke dürften die Grenzen ihrer Sterilisationsmöglichkeiten schneller erreicht sein als im EWS. Die im EWS etablierte Dominanz des asymmetrischen Reservemechanismus über die symmetrischen Geldbasiseffekte der Interventionen könnte somit in einem TWS nicht mehr von vornherein vorausgesetzt werden. In Anbetracht der – bei einer dem EWS analogen Regelung – großen Volumina und langen Laufzeit der Interventionskredite könnte die deutsche Geldmengenexpansion vergleichsweise rasch außer Kontrolle geraten, ohne daß sich die amerikanische Geldpolitik durch den Reserveverlust schon zu einem Gegensteuern veranlaßt sähe.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß ein inflationärer Schock in einem der drei Teilnehmerländer zu unmittelbar symmetrisch wirkenden Liquiditätseffekten führen würde, denen asymmetrisch wirkende Reserveeffekte gegenüberstünden. Käme es aufgrund des Reservemechanismus zu einem asymmetrischen Sterilisationsverhalten der Teilnehmerländer, wie es im EWS

¹⁰ Bis 1967 hatte die Bundesbank einen Anspruch auf den Umtausch von Dollar-Guthaben in Gold durch das Federal Reserve System. Die Bundesbank hat jedoch – in Übereinstimmung mit der Bundesregierung – vom April 1967 an verzichtet. Die entsprechenden Schreiben sind abgedruckt in Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 34 vom 12. Mai 1967.

¹¹ Siehe hierzu Cristina Mastroianni et al.: Interventions, Sterilization and Monetary Policy in EMS Countries, 1979-87, Perugia 1987, unveröffentlichtes Manuskript.

der Fall war, so wäre insgesamt mit einer Dominanz der asymmetrischen Anpassungszwänge zu rechnen. Diese Anpassungsasymmetrie führte dazu, daß die Schwachwährungslander ihre Politik an das Land mit der stärksten Währung anpassen müßten. Das Land mit der inflationären Politik müßte also wieder auf einen stabilitätsorientierten Kurs einschwenken.

Das heißt jedoch nicht, daß sich die Bundesrepublik darauf verlassen könnte, in einem TWS über einen ähnlich großen Spielraum für eine autonome Geldpolitik zu verfügen wie im EWS. In Anbetracht ihrer umfangreichen Goldreserven¹² könnten die Vereinigten Staaten voraussichtlich einen größeren Verlust an Währungsreserven hinnehmen als einzelne EWS-Schwachwährungslander, so daß im Fall einer Dollar-Schwäche die Grenze der Sterilisierungsmöglichkeiten der Bundesbank schneller erreicht sein könnte. Doch selbst wenn die Bundesrepublik damit temporär einen expansiven Liquiditätsimpuls erhalte, wären die Vereinigten Staaten durch den auf Dauer nicht tragbaren Reserveverlust gezwungen, ihre Wirtschaftspolitik anzupassen. Problematisch wäre letztendlich nur der Fall, indem die expansiven Liquiditätsimpulse sehr viel schneller durchwirken als die Anpassungszwänge des Reservemechanismus. Dies würde dafür sprechen, in einem TWS die Laufzeiten der Interventionskredite kürzer zu gestalten als im EWS, so daß die Dominanz der asymmetrischen Anpassungszwänge für Länder mit schwacher Währung in jedem Fall gewahrt bliebe.

Marktbestimmte Leitwährungsrolle

Bei einem Überwiegen der asymmetrischen Regелеlemente kommt es in einem Festkurssystem nach dem Muster des EWS dazu, daß die Rolle des Leitwährungslandes vom Land mit der jeweils stärksten Währung übernommen wird, an dessen Politik sich die Länder mit schwächeren Währungen anpassen müssen. Somit wäre in einem trilateralen Währungssystem grundsätzlich offen, welche der drei Währungen (Dollar, Yen oder DM) tatsächlich – als stärkste Währung des Systems – die Funktion der Leitwährung übernehmen würde. Hier zeigt sich ein zentraler Unterschied zu einem Festkurssystem vom Typ des Bretton-Woods-Systems: die Leit-

währungsrolle würde nicht schon durch die Statuten festgelegt, sondern über die Bewertung der Währungen am Devisenmarkt bestimmt. Das Land mit der stärksten Währung erhalte im TWS den geldpolitischen Freiheitsgrad, der im Bretton-Woods-System der amerikanischen Geldpolitik zufiel. Das sogenannte „n-1“-Problem, das sich in jedem Festkurssystem ergibt, wird in einem System nach dem Vorbild des EWS also indirekt über die Marktmechanismen gelöst. Als „nominaler Anker“ fungiert die Geldpolitik des Landes mit der stärksten Währung, die entscheidenden Einfluß auf das gemeinsame Preisniveau der Teilnehmerländer ausübt.

Erfolgt die Bestimmung des Leitwährungslandes auf diese Weise, so verlieren diejenigen Argumente gegen ein neues Festkurssystem an Gewicht, die dahin gehen, daß die USA weder bereit noch fähig seien, wieder die Rolle des Leitwährungslandes zu übernehmen¹³. Die USA seien zwar aufgrund der Größe ihrer Wirtschaft und der internationalen Rolle des Dollar das natürliche Leitwährungsland; sie könnten jedoch aufgrund ihrer fehlenden stabilitätspolitischen Glaubwürdigkeit für ein Welt-EWS nicht sein, was die Bundesrepublik für das EWS ist¹⁴. In einem Festkurssystem vom Typ des EWS gehen Einwände dieser Art jedoch am Kern des Problems vorbei. Die Frage, welches Land die Leitwährungsrolle übernehmen soll, würde sich bei der Errichtung des TWS so nicht stellen. Das Problem würde vielmehr darin liegen, ob jedes der drei Teilnehmerländer bereit wäre, eine marktbestimmte Leitwährungsrolle für sich selbst wie auch für jedes der beiden anderen Länder zu akzeptieren.

Entscheidend wäre die Bereitschaft der USA, in Phasen der Dollarschwäche die Rolle des Schwachwährungslandes und die damit verbundenen Saldenausgleichsverpflichtungen zu übernehmen. Hier geht es um das grundsätzliche Problem, ob alle Teilnehmerländer auf Dauer bereit sind, die Spielregeln des Systems einzuhalten und damit auch die erforderlichen Anpassungsprozesse zu akzeptieren. Wäre dies nicht der Fall, so wäre bei einer Dollarschwäche entweder mit dem Ausscheiden der USA aus dem System zu rechnen, wenn die amerikanischen Währungsreserven sich dem Ende näherten, oder schon vorher mit der Entscheidung des oder der Starkwährungslandes/länder, die Interventionen zugunsten des Dollar einzustellen.

Grenzen der realen Verankerung des Systems

Obwohl sich die indirekte Verankerung des EWS aufgrund der stabilitätsorientierten Politik der Bundesbank bewährt hat, lassen sich gegen diese Lösung des „n-1“-Problems grundsätzlich folgende Einwände vorbringen.

¹² Die Goldbestände der Vereinigten Staaten belaufen sich derzeit auf 262 Millionen Unzen, die französischen Goldvorräte auf 82 Millionen Unzen. Die übrigen Währungsreserven der Vereinigten Staaten sind mit 23,3 Mrd. SZR etwas geringer als die französischen (25,4 Mrd. SZR).

¹³ Vgl. z. B. Olaf Sievert: Gibt es eine Alternative zu flexiblen Wechselkursen?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 66. Jg. (1986), H. 7, S. 338.

¹⁴ Vgl. Michele Frattanni: Europe's Non-Model for Stable Money, in: The Wall Street Journal, Europe, Brüssel, 5. April 1988, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 23 (7. April 1988), S. 4 f.

Zum einen steht und fällt dieser Koordinationsmechanismus mit dem geldpolitischen Kurs im Land mit der stärksten Währung. Dieses Land kann eine deflationäre (oder auch inflationäre) Politik verfolgen, ohne Gefahr zu laufen, seine Leitwährungsrolle zu verlieren, solange die anderen Länder (noch) höhere Inflationsraten haben. Im Falle einer deflationären Politik des Leitwährungslandes wären die anderen Länder gezwungen, ihre Politik anzupassen, auch wenn sie stabilitätsgerecht wäre. Im Falle einer inflationären Politik des Leitwährungslandes würde die Verankerung des Systems nicht mehr Preisniveaustabilität, sondern nur noch eine Anpassung an die niedrigste Inflationsrate gewährleisten.

Zum anderen setzt die Marktdetermination der Leitwährungsrolle voraus, daß die Währungen gemäß der Kaufkraftparitätentheorie nach ihrer relativen inneren Stabilität bewertet werden. Ist dies der Fall, so kann ein Land mit einer stabilitätsgerechten Geldpolitik prinzipiell eine effiziente Verankerung des gemeinsamen Preisniveaus gewährleisten. Erhebliche Schwierigkeiten würden sich jedoch dann ergeben, wenn die Währung eines Landes mit Preisniveaustabilität sich gegenüber der Währung eines Landes mit höherer Inflationsrate abwerten würde. Jede Bewertung der Währungen am Markt, die nicht der Kaufkraftparitätentheorie entspricht, würde im Hinblick auf die Verankerung des Systems unerwünschte Anpassungsprozesse in Gang setzen. Da gerade die Wechselkurse zwischen Dollar, DM und Yen in den vergangenen Jahren sowohl kurzfristig als auch mittelfristig erheblich von den Wechselkursen abgewichen sind, die durch die makroökonomischen „fundamentals“ gerechtfertigt erschienen, kann das Risiko inadäquater Anpassungsprozesse nicht vernachlässigt werden. Solche Störungen wären eine ernste Bedrohung des Systems.

In der Literatur wird darauf hingewiesen, daß in dieser Beziehung ein grundlegender Unterschied zwischen den Währungen im EWS und dem Dollarkurs besteht¹⁵. Während Auf- und Abwertungen innerhalb des EWS überwiegend Ausdruck eines Inflations- oder Leistungsbilanzgefälles waren, verlief die Aufwertung des Dollar

gegenüber DM und Yen von 1981-85 entgegengesetzt zur Entwicklung der Inflationsdifferenzen und stand von 1983-85 auch völlig im Widerspruch zum Trend der Leistungsbilanzen.

Aus dieser gegensätzlichen Entwicklung der Währungsrelationen innerhalb des EWS und zwischen den drei großen Reservewährungen lassen sich zwei ganz unterschiedliche Schlußfolgerungen ziehen. Man könnte zu dem Ergebnis kommen, daß der Dollar grundsätzlich so stark durch kurzfristige Geld- und Kapitalbewegungen bestimmt wird, daß er auch in einem TWS die Funktionsweise des gesamten Systems beeinträchtigen würde. Und man könnte umgekehrt argumentieren, daß ein Festkurssystem einer solchen Marktineffizienz entgegenwirken kann, indem es die Erwartungen der Devisenmarktteilnehmer stabilisiert. Wenn die Marktteilnehmer in einem Festkurssystem davon ausgehen, daß die Zentralbanken die Paritäten verteidigen werden, können feste Wechselkurse stabilisierende Spekulationen fördern und somit die Kapitalbewegungen kanalisieren.

Käme es in einem trilateralen Währungssystem nach dem Muster des EWS dennoch zu einem Druck auf die Wechselkurse, für den keine geld- oder fiskalpolitische Abweichung vom Stabilitätskurs erkennbar wäre, so könnten in den Statuten für diesen Fall Sonderregelungen vorgesehen werden, wie etwa eine temporäre Aufhebung der Saldenausgleichspflicht. Dann müßte allerdings ein entsprechendes Gremium damit betraut werden, fallweise über die Anwendbarkeit solcher Ausnahmebestimmungen zu entscheiden. Denkbar wäre auch, daß die Notenbank mit starker Währung von sich aus für einige Zeit auf den Transfer von Devisen über die Verrechnungsfazilität verzichtet. Damit wäre jedoch ein wesentlicher Vorteil eines Festkurssystems vom Typ des EWS, nämlich die Substitution schwieriger politischer Abstimmungs- und Entscheidungsprozesse durch einen Koordinierungsmechanismus, der auf der Bewertung der Währungen am Markt basiert, zumindest teilweise aufgehoben.

¹⁵ Vgl. Otmar Emminger: D-Mark, Dollar, Währungskrisen, Erinnerungen eines ehemaligen Bundesbankpräsidenten, Stuttgart 1986, S. 368 ff.

Wegen technischer Fehler ist der Beitrag von Herrn Dr. Dichmann mit dem Titel: „Die Problematik des Sozialplans“ in Heft 2/1988, Seite 98 ff., nicht richtig wiedergegeben worden. Interessenten können bei der Redaktion das Originalmanuskript in Fotokopie abfragen.

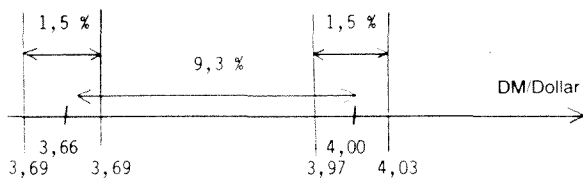
Vermeidung von „Einbahnstraßen-Spekulation“

Als Beleg für die Krisenanfälligkeit eines internationalen Festkurssystems wird häufig auf die massiven Spekulationswellen verwiesen, denen das System von Bretton Woods in seinen letzten Jahren ausgesetzt war¹⁶. Auch wenn sich das grundsätzliche Problem spekulativer Kapitalbewegungen in keinem System anpassungsfähiger Festkurse aus dem Weg räumen läßt, so kann es doch durch geeignete institutionelle Arrangements in Grenzen gehalten werden.

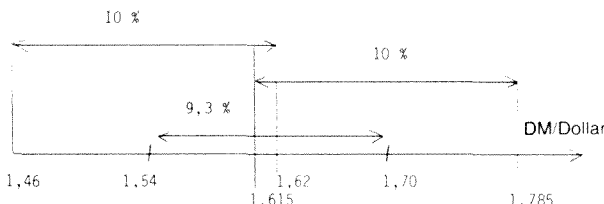
So war das System von Bretton Woods aufgrund seiner engen Bandbreiten von faktisch $\pm 0,75\%$ um die Dollar-Paritäten und der nur sehr selten durchgeführten Realignments von vornherein anfällig für Währungskrisen. Wenn die Schwäche einer Währung und der Bedarf einer Paritätsänderung manifest wurden, konnten Spekulanten damit rechnen, daß der neue Kassakurs nach dem Realignment erheblich unter dem alten liegen würde. Dies versprach sichere Spekulationsgewinne, einen „one-way bet“. Dagegen konnten im EWS Realignments überwiegend so durchgeführt werden, daß sich die alte und neue Bandbreite überschneiden. In diesem Fall kann der Kassakurs nach dem Realignment nahezu dasselbe Niveau aufweisen wie zuvor, so daß ein sicherer Aufwertungsgewinn nicht mehr gegeben ist.

Schaubild

a) DM-Aufwertung um 9,3% im Bretton-Woods-System (Okt. 69)



b) DM-Aufwertung um 9,3% im TWS



Dies sei am Beispiel einer Aufwertung der DM gegenüber dem US-Dollar sowohl im Bretton-Woods-System als auch im TWS verdeutlicht (Schaubild). Im Oktober 1969 kam es im Bretton-Woods-System zu einer – lange hinausgezögerten – Aufwertung der DM um 9,3%; die neue Parität betrug 3,66 DM/\$ gegenüber 4,00 DM/\$ zu-

vor. Die untere Bandbreite vor dem Realignment lag mit 3,97 DM/\$ um 0,28 DM/\$ über der neuen oberen Bandbreite von 3,69 DM/\$, so daß sich die Spekulation gegen den Dollar in der Tat als lohnend erwies. Dagegen würde bei einer DM-Aufwertung um 9,3% in einem TWS mit Bandbreiten von $\pm 5\%$ die untere Bandbreite vor der Leitkursänderung mit 1,615 DM/\$ noch oberhalb der neuen oberen Bandbreite von 1,62 DM/\$ liegen. Damit würde für Spekulanten das Risiko bestehen, höher verzinsliche Dollar-Guthaben für 1,615 DM/\$ gegen niedriger verzinsliche DM zu verkaufen und diese – nach dem Realignment – für 1,62 DM/\$ zurückkaufen zu müssen. Soll das Risiko einer Einbahnstraßen-Spekulation möglichst gering gehalten werden, dann dürfen Paritätsänderungen somit nicht zu relativ sicher prognostizierbaren Veränderungen der Kassakurse führen. Mindestvoraussetzungen hierfür sind eine Überschneidung der alten und neuen Bandbreite, was durch weitere Bandbreiten ermöglicht wird, und die rechtzeitige Durchführung notwendiger Paritätsänderungen.

Konvergenz

Ein Hauptargument gegen die Übertragbarkeit des EWS-Modells auf die Weltwährungsordnung ist, daß seine Erfolge auf regionalen Besonderheiten basieren, die weltweit nicht gegeben sind¹⁷. Es wird darauf hingewiesen, daß es sich bei den Mitgliedsländern des EWS um eine ziemlich homogene Gruppe von Ländern handele, deren wirtschaftliche Strukturen und wirtschaftspolitische Ziele große Ähnlichkeit aufwiesen. Zur Beurteilung dieser Argumentation erscheint es angebracht, die wichtigsten makroökonomischen Indikatoren der EWS-Länder im EWS-Gründungsjahr 1978 und deren Divergenz mit den aktuellen Werten dieser Indikatoren für die Vereinigten Staaten, Japan und die Bundesrepublik zu vergleichen. Tabelle 2 zeigt, daß vor Beginn des EWS erhebliche Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung zwischen den späteren EWS-Mitgliedsländern bestanden, vor allem in bezug auf Inflationsraten und Geldmengenentwicklung. In der Tat herrschte 1978 angesichts des enormen Inflationsgefälles zwischen Italien (12%), Frankreich (9%) und der Bundesrepublik (2,7%) große Skepsis, ob sich dies mit einem gemein-

¹⁶ So z. B. Richard Cooper: Economic Independence and Coordination of Economic Policies, in: R. W. Jones, P. B. Kenen (Hrsg.): Handbook of International Economics II, Amsterdam, S. 30. „In truth, the free movement of capital is incompatible with a system of exchange rates that are occasionally changed by consequential amounts and in predictable direction.“ Und: „With widespread information and low transaction costs an adjustable peg system of exchange rates (...) is not likely to be tenable ...“

¹⁷ So z. B. Horst Ungerer: Das Europäische Währungssystem und das internationale Wechselkurssystem, in: Hans Seidel (Hrsg.): Geldwertstabilität und Wirtschaftswachstum, Göttingen 1984, S. 112.

Tabelle 2
Makroökonomische Indikatoren in den ESW- und TWS-Ländern

Land	Verbraucherpreise (Anstieg in %)		Zuwachsrates der Geldmenge M3		Leistungsbilanzsalden (in % des BSP)		Salden der öffentl. Zentralhaushalte (in % des BSP)	
	1978	1987	1978	1987	1978	1987	1978	1987
EWS-Länder								
Bundesrep.	2,7		10,3		1,4		- 2,1	
Frankreich	9,1		12,2		1,4		- 1,4	
Italien	12,1		23,0		2,1		-15,4	
Niederlande	4,2		11,4		-0,9		- 3,1	
Belgien	4,5		7,5		-0,9		- 6,0	
Dänemark	10,1		6,4		-2,5		- 0,3	
Irland	7,5		23,5		-6,8		-12,8	
TWS-Länder								
USA		3,7		6,5		-3,6		-3,4
Japan		0,1		10,4		3,6		-3,8
Bundesrep.		0,3		7,1		3,9		-1,4

Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics, verschiedene Ausgaben; World Economic Outlook, verschiedene Ausgaben.

samen Festkurssystem vereinbaren ließe¹⁸. Gravierend waren auch (und sind es bis heute) die Unterschiede in der Fiskalpolitik der EWS-Länder.

Demgegenüber wäre die Ausgangsposition für ein Festkurssystem zwischen den USA, Japan und der Bundesrepublik, was die Geldmengenentwicklung, die Inflationsraten und die Haushaltsdefizite (zumindest gemessen am Bruttosozialprodukt) betrifft, 1987 erheblich günstiger gewesen als 1978 für das EWS. Deutlich größer als zwischen den wichtigeren EWS-Ländern 1978 sind heute jedoch die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den TWS-Ländern. Von ihnen könnte auf absehbare Zeit immer wieder erheblicher Druck auf die Wechselkurse ausgehen¹⁹. Nimmt man an, daß Handels- bzw. Leistungsbilanzdefizite vorrangig nationale Ungleichgewichte zwischen Sparen und Investieren reflektieren, so wäre neben der monetären Koordination durch das Festkurssystem eine zusätzliche fiskalpolitische Konvergenz zwischen den USA, Japan und der Bundesrepublik erforderlich, um einen Abbau der Ungleichgewichte bei gleichzeitiger Stabilität der Wechselkurse zu gewährleisten.

Verhältnis von TWS und EWS

Mit der Gründung eines Währungssystems zwischen den drei wichtigsten Industrieländern würde sich die Frage stellen, ob sich die Verpflichtungen der Bundesrepublik in einem trilateralen Währungsabkommen mit der gleichzeitigen Teilnahme am EWS vereinbaren ließen. In der Literatur ist die Ansicht vertreten worden, daß es

sowohl in einem McKinnon-System als auch in einem Zielzonen-System für die Bundesrepublik zu Inkompatibilitäten zwischen den neuen Interventionsverpflichtungen und der EWS-Mitgliedschaft kommen könnte²⁰. In den Worten von Scharrer: „Bei aufwertendem Dollar etwa wäre die Bundesbank verpflichtet, Dollar an den Markt zu geben und die Geldexpansion entsprechend zu drosseln. Da die übrigen EWS-Länder zu einer entsprechenden Dollarpolitik nicht verpflichtet wären, hätte dies einen Kursanstieg der D-Mark im EWS zur Folge. Bei Erreichen der Interventionspunkte im EWS müßten die Partner-Zentralbanken entsprechend den bestehenden Regeln ihre Währung kaufen, d. h. D-Mark abgeben. Die restriktive Geldpolitik der Bundesbank gegenüber dem Dollar würde dadurch konterkariert.“

Ob dieses Problem tatsächlich auftritt, hängt allerdings vom Sterilisationsverhalten der Bundesbank im EWS ab. Die Bundesbank könnte die Geldbasiseffekte der EWS-Interventionen sterilisieren, und die EWS-Länder mit schwächerer Währung müßten sich an den geldpolitischen Kurs der Bundesbank anpassen. Bei einer Aufwertungsstendenz des Dollar wäre somit eine Anpassung der Bundesrepublik und der übrigen EWS-Länder an die amerikanische Geldpolitik zu erwarten. Wenn sich im umgekehrten Falle die DM gegenüber dem Dollar aufwerten würde, wäre solange keine Auswirkung auf die Währungsrelationen innerhalb der EWS zu erwarten, wie es der Bundesbank möglich wäre, die Liquiditätseffekte zu sterilisieren. Vielmehr würden die Regelmechanismen des TWS auf eine Anpassung der amerikanischen Geldpolitik an den Kurs der Bundesbank hinwirken.

Diese kursorische Darstellung läßt nicht erkennen, daß die Errichtung eines trilateralen Währungssystems mit den Regelungen des bestehenden EWS von vornherein inkompatibel ist. Es stellt sich allerdings das politische Problem – auf das Scharrer explizit hinweist –, daß die übrigen EWS-Länder wohl kaum bereit wären, eine indirekte Bindung ihrer Währung an den Dollar zu akzeptieren, ohne auf die entsprechenden Vereinbarungen Einfluß nehmen zu können. Insoweit wäre ein währungspolitischer Alleingang der Bundesrepublik bei der Errichtung eines internationalen Systems nur schwer

¹⁸ Vgl. z. B. Otmar Emminger, a.a.O., S. 366.

¹⁹ Leonhard Gleske: Das Weltwährungssystem heute – zwischen Anspruch und Wirklichkeit, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 27 (19. April 1988), S. 5 (S. 1-6).

²⁰ Siehe Hans-Eckart Scharrer: Internationalisierung der Geldpolitik. Eine Beurteilung des McKinnon-Ansatzes aus der Sicht der Bundesrepublik Deutschland, in: Wolfgang Filc, Klaus Köhler (Hrsg.): Stabilisierung des Währungssystems, Berlin 1985, S. 248; und Wolfgang Filc, a.a.O., S. 293.

mit den bisherigen Formen der monetären Kooperation in Europa zu vereinbaren.

Die Erfolgsaussichten

Die Analyse eines trilateralen Festkurssystems nach dem Vorbild des EWS macht deutlich, daß damit viele Schwächen des Bretton-Woods-Systems vermieden werden könnten. Das System wäre symmetrischer angelegt, da jedes Land grundsätzlich über gleiche Rechte und gleiche Pflichten verfügte. Es bedürfte keiner expliziten Einigung über ein Leitwährungsland, und bei weiten Bandbreiten wäre auch das Risiko von Währungskrisen geringer zu veranschlagen. Auf der anderen Seite dürfte es ein solches System deutlich schwerer haben als das EWS. Wenn die Bundesbank auch im Rahmen eines trilateralen Abkommens eine überdurchschnittlich stabilitätsorientierte Politik betriebe, müßte sie bei einer Aufwertungsstendenz der DM mit einer sehr viel größeren Liquiditätsanreicherung rechnen, da sich die Vereinigten Staaten höhere Reserveverluste als beispielsweise Frankreich oder Italien leisten könnten. Offen ist auch, wie stark erratische Kapitalbewegungen zu einer Bewertung der Währungen in-

nerhalb des Bandes führen können, die nicht im Einklang mit den Inflationsratendifferenzen verläuft und insoweit die reale Verankerung des Systems lockert (wenn ein inflationäres Land unter Aufwertungsdruck gerät) oder aber sie zu stark werden läßt (wenn die Abwertung der Schwachwährungsländer nach einem Realignment zu früh einsetzt).

Ein weiterer wichtiger Unterschied zwischen dem EWS und einem trilateralen Festkurssystem besteht in dem gemeinsamen integrationspolitischen Interesse der EWS-Länder. Angesichts der engen Handelsverflechtungen und des weitreichenden Ziels einer europäischen Wirtschafts- und Währungsunion waren die EWS-Länder bisher bereit, auch temporär ungelegene Anpassungszwänge des Systems zu akzeptieren. Indes ist auch unter den übrigen großen Industrieländern das Interesse an einer Wechselkurspolitischen Kooperation in den letzten Jahren erheblich gestiegen, wie die internationalen Abkommen der letzten Jahre verdeutlichen. Fraglich ist jedoch, wie weit diese Zusammenarbeit geht und wie dauerhaft sie sein wird. Erst wenn sich zeigt, daß auch die Kooperationsbereitschaft der USA auf Dauer gestiegen ist und nicht mehr wie bisher politischen Zyklen unterliegt²¹, könnte ein Festkurssystem nach dem Vorbild des EWS auch im Weltmaßstab als Koordinierungsmechanismus Erfolg haben.

²¹ Siehe hierzu C. Fred Bergsten: America's Unilateralism, in: C. Fred Bergsten et al.: Conditions for Partnership in International Economic Management, New York 1986.

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

NEUERSCHEINUNG

Michael Krakowski,
Otto G. Mayer

MARKTWIRTSCHAFT UND WETTBEWERB IM SOZIALEN BEREICH

– Ordnungspolitische Bemerkungen zur Sozial- und
Altenpflegepolitik –

Das soziale Gebälk unserer Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung knirscht an vielen Ecken und Enden. Mit der vorliegenden Broschüre wird deshalb der Zusammenhang zwischen der Entscheidung für eine grundsätzlich freiheitliche und marktwirtschaftliche Ordnung und der Ausgestaltung sozialpolitischer Systeme und Maßnahmen in Erinnerung gerufen. Unter der Fülle der sozialpolitischen Probleme gehen die Verfasser ausführlicher auf die Altenpflege ein. Auch hier sind mehr Markt und mehr Wettbewerb nicht nur möglich, sondern bieten auch die besseren Lösungsmöglichkeiten.

Großoktav,
51 Seiten, 1988,
brosch. DM 14,-
ISBN 3-87895-346-1

VERLAG WELTARCHIV GMBH – HAMBURG