

Lambsdorff, Johann

Article — Digitized Version

EWS und Staatsversagen - ein Vorschlag zur Reform des bestehenden Festkurssystems

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Lambsdorff, Johann (1992) : EWS und Staatsversagen - ein Vorschlag zur Reform des bestehenden Festkurssystems, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 72, Iss. 12, pp. 646-648

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136954>

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.

Johann Graf Lambsdorff

EWS und Staatsversagen – Ein Vorschlag zur Reform des bestehenden Festkurssystems

Die Turbulenzen im Europäischen Währungssystem vom Herbst diesen Jahres haben die Zweifel an der Funktionsfähigkeit eines Festkurssystems gestärkt. Wie ließe sich das notwendige Vertrauen in die Währungsstabilität des EWS wiederherstellen?

Das Ende des Bretton-Woods-Systems war mit der Hoffnung verbunden, der Markt werde eher zu stabilen und markträumenden Preisverhältnissen beitragen, als dies in einem System politischer Manipulationen möglich ist. Die Erfahrungen zeigten jedoch, daß durch die Freigabe der Wechselkurse die Volatilität stark zunahm. Dies brachte unsichere Anlageerwartungen und entsprechend hohe Risikomargen mit negativen Konsequenzen für den Welthandel mit sich. In der Folge kam es daher zu Versuchen, Festkurssysteme auf regionaler Ebene wieder einzuführen, wie dies 1978 im EWS geschehen ist.

Nach anfänglichen Erfolgen haben sich jedoch in jüngster Zeit die Zweifel an diesem Festkurssystem wieder verstärkt. Längst ist das Festhalten an bestehenden Leitkursen zu einem Politikum geworden, das mit nationalem Stolz verbunden wird oder von den Regierungen als Qualitätsurteil über ihre Wirtschaftspolitik aufgefaßt wird. Das Festhalten an langfristig irrationalen Wechselkursen kann dabei zu immer schwereren Anpassungskrisen und Erschütterungen der politischen Glaubwürdigkeit führen. Der Markt, der anfangs von einer geringeren Volatilität der Wechselkurse profitierte, verliert mehr und mehr sein Vertrauen in die Berechenbarkeit der Wechselkursbildung. Es mehren sich die Stimmen, die lieber wieder den Marktkräften als den immer undurchschaubarer werdenden Manövern in diplomatischen Hinterzimmern vertrauen wollen.

Ein Festkurssystem bringt einen Zwang zu wirtschaftspolitischer Konvergenz mit sich. Erfolgt diese nicht, so muß mit Realignments wieder ein neues Gleichgewicht gefunden werden. Jedes Realignment untergräbt jedoch die Glaubwürdigkeit des Festkurssystems. Ein Indikator für das Mißtrauen der Märkte in abwertungsverdächtige Währungen sind die hohen Nominalzinsen auf längerfristige Anlagen. Jeder Sündenfall der Vergangenheit schlägt sich in erhöhten Inflations- und Abwertungserwartungen nieder, wofür Anleger eine Kompensation in Form höherer Zinsen fordern. Selbst in mittlerweile stabilen Ländern wie Frankreich notieren die Nominalzinsen deshalb immer noch weit über den deutschen Zinsen. Die Zusagen zu festen Wechselkursen werden dabei zunehmend vom Markt „ausgetestet“. Es entsteht eine neue Art von Volatilität, die auf dem durch Staatsversagen verursachten Mißtrauen beruht.

Zu lange haben die privaten Wirtschaftssubjekte erlebt, daß die Wirtschaftspolitik nur widerwillig im Schlepptau festgezurrtter Wechselkurse konvergierte. Um das Vertrauen der Wirtschaftssubjekte in feste Wechselkurse zu erhalten, wäre es jetzt umgekehrt notwendig, mit einer Konvergenz der Wirtschaftspolitik voranzuschreiten und erst in zweiter Konsequenz damit stabile Wechselkurse anzustreben. Hierzu fehlte aber schon in der Vergangenheit der politische Wille. Nur unter dem Druck eines Festkurssystems wird sich daher eine wirtschaftspolitische Konvergenz einstellen. Sofern diese aber gar nicht mehr gewünscht wird, empfiehlt sich ein rasches Ende für das EWS, denn die Märkte können die richtigen Wechselkurse bei divergierender Politik eher finden als die Politiker.

Johann Graf Lambsdorff, 27, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre an der Universität Göttingen.

Sofern die Regierungen sich also bereit erklären, durch den Zwang eines Systems fester Wechselkurse ihre Wirtschaftspolitik erneut gegeneinander konvergieren zu lassen – und anders ist die Umsetzung von Maastricht nicht denkbar –, müßten sie inzwischen mit einem starken Mißtrauen der Anleger rechnen. Politökonomisch resultiert dies aus einer asymmetrischen Informations- und Risikoverteilung. Die Anleger tragen das volle Zins- und Wechselkursrisiko ihrer Anlagen. Die Politiker jedoch besitzen die Information über die künftige Wirtschaftspolitik sowie die korrekte Einschätzung ihrer eigenen Glaubwürdigkeit. Dabei lohnt es sich für Politiker, die Anleger in die Irre zu führen. Zusagen über eine stabile Währung helfen, die Zinsen für den Staatshaushalt und die heimischen Investoren zu ermäßigen. Sind die Nominalzinsen aber erst einmal festgelegt, so rentiert es sich, eine hohe Inflation und eine sich abwertende Währung in Kauf zu nehmen, wodurch sich die reale Staatsschuld ermäßigt. Will ein Politiker seinen Haushalt also möglichst günstig finanzieren, so versucht er, das Vertrauen der langfristigen Anleger durch hochgesteckte Zusagen zu gewinnen und diese Zusagen in der praktischen Tagespolitik pausenlos zu unterwandern. Auf dieser Gratwanderung hilft ihm der Informationsvorsprung, den er mit Hilfe seiner Geheimdiplomatie zu erhalten sucht. Diese asymmetrische Informations- und Risikoverteilung muß aufgebrochen werden, wenn die Glaubwürdigkeitsproblematik politischer Zusagen entschärft werden soll.

Ein Reformvorschlag: Währungsoptionen

Bei Währungsoptionen trägt der Emittent das Risiko von Wechselkursänderungen. Sofern die Regierungen selber Währungsoptionen emittieren, könnten sie einen Teil des von ihnen verursachten Risikos selber tragen. Dies könnte folgendermaßen aussehen:

Die italienische Regierung verkauft Währungsoptionen, die den Inhaber berechtigen, zu einem bestimmten Zeitpunkt eine bestimmte Menge DM zum Leitkurs von 1000 Lire = 1,20 DM zu erwerben. Gelingt es der Regierung, den Leitkurs zu halten, so wird von dem Optionsrecht kein Gebrauch gemacht. Wird aber die Lira abgewertet auf einen Kurs von 1000 Lire = 1 DM, so lohnt es sich für den Inhaber der Optionen, diese auszuüben. Er macht dabei einen Gewinn. Im Gegenzug macht die italienische Regierung einen Verlust.

Auf der politökonomischen Seite hätte diese Variante den Effekt, daß das Interesse der Politiker an ihrer eigenen Glaubwürdigkeit erhöht wird, da sie im Falle einer Abwertung mit einer Belastung für ihren Staatshaushalt rechnen müßten. Sie könnten ihren Haushalt nicht mehr durch systematische Täuschung finanzieren. Ein Instru-

ment mit ähnlicher Wirkung besteht bereits in der Ausgabe von Fremdwährungsanleihen. Die Währungsoption hätte den zusätzlichen Vorteil einer gewissen Hebelwirkung. Zudem vermeidet sie einen mit der Ausgabe von Fremdwährungsanleihen verbundenen Prestigeverlust der heimischen Währung.

Eine zweite direkte Wirkung der Währungsoption besteht darin, daß die Käufer ihr Wechselkursrisiko abtreten können, wie sie das bereits jetzt im Rahmen von Optionsgeschäften machen. Der Unterschied zu den bisherigen Optionsgeschäften besteht aber darin, daß der Risikonehmer jetzt der eigentliche Verursacher des Risikos ist. Und keiner kann das Risiko einer Abwertung besser einschätzen als der Staat, der mit seiner Wirtschaftspolitik diese selber verursacht.

Zusätzlich ist mit der Ausgabe von Währungsoptionen ein automatischer makroökonomischer Stabilisator verbunden. Eine Abwertung der Lira führt hierbei zu einer verstärkten Wahrnehmung von Optionsrechten, wodurch der Staat zu einer Abgabe von DM und einem Ankauf der eigenen Währung gezwungen wird. Dies hat zwei stabilisierende Wirkungen: Zum einen wird der Kurs der Lira hierdurch gestützt und die sich aufwertende DM geschwächt, also wieder eine Annäherung an die Leitkurse erreicht. Zum anderen verknappt sich die Geldmenge in Italien. Sofern keine Neutralisierung stattfindet, wird hierdurch die Lira zusätzlich gestützt. Dieser Effekt entsteht auch bei den üblichen Devisenmarktinterventionen im Rahmen des EWS. Hier hat er jedoch den weiteren Vorteil, daß er als automatischer Stabilisator mit Sicherheit eintritt und nicht einem undurchschaubaren politischen Kalkül unterliegt.

Institutionelle Ausgestaltung

Es gibt einige organisatorische Grundfragen, die bisher offen geblieben sind. So gäbe es z.B. verschiedene Möglichkeiten, die Zugangsberechtigung zu diesen Währungsoptionen zu regeln. Generell wäre es denkbar, nur Investoren und Händlern die Optionen anzubieten, die nachweisen können, daß sie diese zur Absicherung von Wechselkursrisiken benötigen, welche durch reale Transaktionen entstehen. Es spricht aber nichts dagegen, auch Spekulanten zuzulassen und den Handel der Optionen an der Börse zu betreiben.

Aufgrund einer massiven Ausgabe von Optionen durch eine Regierung könnten gewaltige Belastungen für den zukünftigen Staatshaushalt auftreten. Die Verantwortlichen könnten mit einer übertriebenen Bereitstellung von Währungsoptionen den Staatshaushalt späterer Legislaturperioden in Gefahr bringen. Darüber hinaus stellt eine Ausgabe von Währungsoptionen eine kurzfristige Ein-

nahmequelle dar, die zu Mißbrauch verführen kann. Durch institutionelle Regelungen müssen Restriktionen geschaffen werden, welche die Ausgabemöglichkeit begrenzen. Hierzu können gemeinsame europäische Konditionen beschlossen werden. Es wäre aber auch möglich, diese Aufgabe den einzelnen Ländern zu überlassen. Ferner gibt es die Alternativen, die Begrenzung mittels einer gesetzlichen Regelung (z.B. einer Limitierung durch die Menge an Währungsreserven) oder durch besondere Kontrollorgane zu ermöglichen. Auch die Aufgabenverteilung zwischen der Regierung und der Zentralbank bleibt zu klären: Da die Wechselkurshoheit in Europa bei den Regierungen liegt, muß auch dort die Emissionskompetenz angesiedelt sein. Da die Regierungen jedoch nicht über Währungsreserven verfügen, kommen für die technische Abwicklung nur die Zentralbanken in Betracht.

Offen bleibt hierbei die Frage, welche Rolle das EWS innerhalb dieser Regelung spielen könnte. Denkbar wäre, daß die einzelnen Regierungen freiwillig Währungsoptionen ausgeben, um ihre Glaubwürdigkeit zu untermauern. Möglich wären jedoch auch europaweite Anforderungen an die Optionsausgabe (z.B. in der Höhe von 2%–3% des Bruttosozialprodukts). Kommt eine Regierung diesen Anforderungen nicht nach, so wäre es als Sanktion denkbar, die Interventionspflicht anderer Notenbanken zugunsten dieser Währung aufzuheben. Ferner können gewisse Beistandsabkommen zwischen den Zentralbanken abgeschlossen werden, um kurzfristige Liquiditätsengpässe zu überbrücken. Hierzu ist es möglich, die bereits jetzt im Rahmen des EWS bestehenden Abkommen zu nutzen.

Die konkrete Ausgestaltung der Optionen eröffnet viele Möglichkeiten. Es könnten theoretisch für alle Partnerwährungen Optionen ausgegeben werden (Lire-DM, Lire-Franc, ...). Es liegt jedoch nahe, zur Vereinfachung den Währungskorb ECU zu wählen. Der feste Optionspreis sollte so bestimmt werden, daß die Inhaber das Optionsrecht dann ausüben, wenn der untere Interventionspunkt unterschritten ist. Ein anderer Optionspreis stellt die Glaubwürdigkeit der Leitkurse in Frage.

Es dürften nicht Optionen auf den Kauf, sondern nur auf den Verkauf von Fremdwährungen ausgegeben werden. Im Fall einer Kaufoption nämlich wird der Stabilitätswille der Regierung nicht etwa unterstützt, sondern zusätzlich untergraben, da sich dann eine Abwertung der Währung für die Regierung finanziell lohnt. Das Instrument der Währungsoptionen kann folglich immer nur in eine Richtung wirken: Eine Abwertung kann unwahrscheinlicher erscheinen. Um eine Aufwertung der Währung zu verhindern, ist es ungeeignet. Das Instrument ist also wichtiger für typische Abwertungsländer, und der

Preis einer Währungsoption dürfte dort beträchtlich höher sein. Aber auch Länder wie z.B. Frankreich könnten damit ihre noch nicht voll hergestellte Glaubwürdigkeit untermauern.

Zu guter Letzt bleibt noch einzuwenden, daß eine massive Ausgabe von Währungsoptionen destabilisierende Spekulationen zu den Fälligkeitsterminen auslösen kann. Um dies zu vermeiden, müssen die Termine möglichst breit gestreut werden. Die Ausgabe von amerikanischen Optionen, die zu jedem beliebigen Zeitpunkt ausgeübt werden können, bietet sich dazu ebenfalls an.

Politische Durchsetzbarkeit

Das in der Vergangenheit durch Staatsversagen gestiftete Mißtrauen hat in vielen europäischen Ländern zu Abwertungs- und Inflationserwartungen geführt. Wird in diesen Ländern das Ruder zugunsten einer an Stabilität orientierten Politik herumgerissen, so ist dies mit gewaltigen Anpassungskosten verbunden: Das Mißtrauen wird erst langfristig abgebaut, und bis dahin müssen aufgrund einer verringerten Inflation hohe Realzinsen und Real-löhne bezahlt werden. Das Instrument der Währungsoption bietet die Möglichkeit, mit einem gewissen Vertrauensvorschuß in die Stabilisierungsphase zu starten und damit die Anpassungskosten zu verringern. Der Nachteil, den die Regierungen dafür in Kauf nehmen, ist eine Einengung ihres zukünftigen Entscheidungsspielraums: Die Möglichkeit, auf Kosten der Bevölkerung eine Kurskorrektur herbeizuführen, legen die Regierungen aus der Hand. Dies wirft die Frage nach der politischen Durchsetzbarkeit der vorgeschlagenen Reform auf: Unter welchen Umständen sind Politiker zu dieser selbstbeschränkenden Maßnahme bereit?

Werden Währungsoptionen als für alle Staaten verbindliches Instrument im Rahmen des EWS eingeführt, so übertragen die Regierungen hiermit ein Stück Souveränität auf eine zwischenstaatliche Institution. Die Durchsetzbarkeit eines solchen Reformschrittes muß fraglich erscheinen angesichts der Schwierigkeiten, die ein Souveränitätsverzicht für viele Einzelstaaten immer wieder bedeutet. Wenn die Regierungen nicht auf nationale Souveränität verzichten wollen, bietet sich aber immer noch eine freiwillige Ausgabe von Währungsoptionen als ein attraktives Instrumentarium an. Eine Regierung kann hiermit einen Vertrauensvorschuß bekommen. Sofern sie langfristig an Stabilität und Konvergenz interessiert ist, bedeutet der in der Zukunft eingeschränkte Entscheidungsspielraum für sie nur ein geringes Opfer. Vollends ablehnen werden dieses Instrument nur die Regierungen, die ohnehin niemals ernsthaft an Stabilisierung interessiert waren und deren Zusagen nur eine systematische Täuschung darstellen.