

Issing, Otmar; Bofinger, Peter; Friedrich, Klaus; Unterberg, Armin

Article — Digitized Version

Die Leitwährungsrolle der D-Mark im EWS

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Issing, Otmar; Bofinger, Peter; Friedrich, Klaus; Unterberg, Armin (1993) : Die Leitwährungsrolle der D-Mark im EWS, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 73, Iss. 8, pp. 395-403

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137032>

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.

Die Leitwährungsrolle der D-Mark im EWS

Eine vorübergehende Schwäche der D-Mark im Juni führte zu einer Diskussion über ihre Ankerrolle im EWS. Wie erhielt die D-Mark ihre Leitwährungsrolle? Wird sie diese Funktion weiterhin behalten? Professor Dr. Otmar Issing, Professor Dr. Peter Bofinger sowie Dr. Klaus Friedrich und Dr. Armin Unterberg nehmen Stellung.

Otmar Issing*

Stabilitätspolitik bewahrt internationales Vertrauen in die D-Mark

Die Debatte um die Ankerrolle der D-Mark im Europäischen Währungssystem (EWS) hat in den letzten Wochen geradezu skurrile Wendungen genommen. Kaum hatten Auguren versucht, den Märkten einzureden, die D-Mark zeige ausgeprägte Schwächen und sei dabei, ihre führende Rolle zu verlieren, geriet die deutsche Währung in eine Position schon wieder als beängstigend beschriebener Stärke. Nüchterne Analyse ist bei solcher Verwirrung mehr denn je geboten.

Die D-Mark hat ihre internationale Rolle nicht per Dekret erlangt. Sie ist ihr vielmehr aufgrund ihres herausragenden Stabilitätserfolgs über die letzten Jahrzehnte hinweg in einem allmählichen Prozeß zugewachsen, sie zu bewahren, ist eine ständige Aufgabe. Letztlich wird an den Märkten von Tag zu Tag neu darüber entschieden, ob die deutsche Währung diesem hohen Anspruch gerecht wird.

Die Voraussetzungen dafür sind

* Das Manuskript wurde vor den jüngsten EWS-Beschlüssen vom 1. August abgeschlossen.

mit der deutschen Vereinigung gewiß schwieriger geworden. Die gegenwärtigen Stabilitätsprobleme in Deutschland, die in der immer noch zu hohen Inflationsrate und einer besorgniserregenden Zunahme der Staatsverschuldung ihren deutlichsten Ausdruck finden, sind eine Belastung für die D-Mark. Die deutsche Währung zehrt heute gleichsam von dem Vertrauenskapital, das sie sich über vier Jahrzehnte hinweg erworben hat. Die Märkte setzen ganz offenkundig darauf, daß die Bundesbank trotz aller Schwierigkeiten unbeirrt an ihrer Stabilitätspolitik festhält und letztlich damit erfolgreich sein wird.

Es liegt in der Natur des EWS als Festkurssystem nationaler Papierwährungen, daß die Rolle der „geborenen“ Leit- und Reservewährung unbesetzt ist. Im Unterschied zum früheren Goldstandard fehlt hier der neutrale „Numéraire“, der als externer Wertmaßstab der Mitgliedswährungen fungiert. Die ECU konnte aufgrund ihrer Konstruktion als ein Durchschnitt von Teilnehmerwährungen nie diese Rolle einnehmen.

Im EWS ist einer nationalen Währung diese Aufgabe zugewachsen. Mit Blick auf das Ziel und die Zweckbestimmung des EWS als einer Zone stabilen Geldes in Europa konnte diese Funktion unter den Teilnehmern nur eine besonders stabile Währung erfüllen.

Gegenüber den großen EG-Partnern wies Deutschland in den letzten 20 Jahren einen deutlichen Stabilitätsvorsprung auf; so stiegen zum Beispiel die Preise in Frankreich in den letzten beiden Jahrzehnten doppelt so schnell und in Italien gar $3\frac{1}{2}$ -mal so rasch wie in Deutschland. Mit einem Anteil von über einem Viertel am Bruttoinlandsprodukt der EG sowie als größter Importeur und Exporteur in Europa verfügte Deutschland darüber hinaus aber auch über die notwendige realwirtschaftliche Basis für die *Ankerrolle der D-Mark*. Ein offenes und leistungsfähiges Finanzsystem, wie es sich in Deutschland im Laufe der letzten Jahrzehnte entwickelt hat, leistet ebenfalls einen wichtigen Beitrag.

Mit der Anbindung an die D-Mark versuchten die europäischen Part-

nerländer in ihren eigenen stabilitätspolitischen Anstrengungen den von der deutschen Geldpolitik vorgegebenen Maßstäben Geltung zu verschaffen – indem sie sich den davon ausgehenden disziplinierenden Zwängen in ihrer eigenen Wirtschaftspolitik unterwarfen, auf diese Weise Glaubwürdigkeit gewannen und die Preiserwartungen stabilisierten. In einer Reihe von Fällen hat sich freilich immer wieder gezeigt, daß die damit selbst auferlegten Anpassungszwänge die Bereitschaft und Durchsetzbarkeit im Innern überforderten. Als Ausweg aus dem daraus resultierenden wirtschaftspolitischen Dilemma bieten sich im Regelwerk des EWS entsprechende Kursanpassungen (Realignments) an. Im Ergebnis wurde die D-Mark bei den insgesamt 17 Realignments im EWS seit 1979 durchweg aufgewertet.

Bedeutung als Interventionswährung

Als langfristig stärkste Währung im EWS wurde die D-Mark von den Partnern auch zunehmend zu *Interventionszwecken* eingesetzt, und zwar insbesondere zur direkten Beeinflussung der bilateralen Wechselkurse innerhalb der Bandbreiten (intramarginale Intervention). Dadurch wurde eine wirksamere Wechselkurssteuerung als durch indirekt über den Dollar laufende Interventionen möglich, nachdem der DM-Handel ein wachsendes Gewicht an den europäischen Devisenmärkten erlangt hat.

Ein – zugegebenermaßen extremes – Beispiel für die Bedeutung der D-Mark als Interventionswährung im EWS liefern die Währungsturbulenzen des vergangenen Jahres: Insgesamt gaben die EG-Zentralbanken 1992 D-Mark im Rekordbetrag von 267 Mrd. DM (brutto) zur Stützung ihrer Währungen durch intramarginale und obligatorische Interventionen ab, dies waren knapp drei Viertel al-

ler im vergangenen Jahr vorgenommenen Stützungskäufe im EWS. Seit Beginn des EWS im Jahre 1979 kumulierten sich damit die obligatorischen und intramarginalen DM-Interventionen im Wechselkursverbund auf rund 1,2 Billionen DM. (In dieser Summe sind die Auswirkungen der jüngsten EWS-Krise nicht enthalten.)

Mit der wachsenden Verwendung der D-Mark als Interventionswährung stiegen auch die *DM-Reserven* der EWS-Länder beträchtlich an. Mitte 1992, also vor der Währungskrise im vergangenen Herbst, die zu einem kräftigen Abbau der DM-Reserven der Partnernotenbanken geführt hat, lauteten im Durchschnitt rund 40% der Devisenreserven der EG-Notenbanken auf EG-Währungen, wobei es sich überwiegend um D-Mark handeln dürfte, ohne daß genauere Angaben darüber verfügbar wären.

Rolle als Anlage- und Reservewährung

Die Ankerfunktion der D-Mark im EWS hat die Bedeutung der D-Mark im weltweiten Maßstab gestärkt. Neben ihrer spezifischen Rolle in

Europa fungiert sie nach dem Dollar, aber vor dem Yen, weltweit als *zweitwichtigste internationale Währung*. In dem hohen Rang, der ihr damit unter den Währungen der Welt zukommt, hat aber auch seinen Niederschlag gefunden, daß der Dollar bereits im Laufe der sechziger Jahre seine monopolistische Stellung eingebüßt hatte – eine Entwicklung, die mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Frühjahr 1973 einen Höhepunkt fand. Hauptziel der Anleger, die dem Dollar den Rücken kehrten, war die D-Mark. Ihre herausragende stabilitätspolitische Performance war der wichtigste Grund dafür. Ohne die frühzeitige Öffnung und Deregulierung des deutschen Finanzsystems wäre diese Entwicklung sicherlich nicht möglich gewesen.

Für die junge Währung der Bundesrepublik und ihre noch im Entwicklungsstadium befindlichen Finanzmärkte war dies eine einzigartige Herausforderung. Aus Sorge, daß die deutsche Wirtschaft den damit verbundenen Belastungen noch nicht gewachsen sein könnte, versuchten damals die deutschen Währungsbehörden diesem Prozeß entgegenzuwirken. Der Aufstieg der D-Mark zur internationalen Anlage- und Reservewährung war also nicht geplant, sondern geschah zunächst sogar gegen den Willen der Bundesbank. Erst Anfang der achtziger Jahre hat sie ihre Bedenken gegen die zunehmende Funktion der D-Mark als internationale Anlage- und Reservewährung zurückgestellt.

Seitdem stieg der Anteil der D-Mark an den Weltdevisenreserven in der Spitze bis auf 19%. Insbesondere im Zusammenhang mit den EWS-Turbulenzen im vergangenen Jahr, die mit massiven DM-Abgaben einiger Partnernotenbanken einhergingen, kam es in den letzten beiden Jahren zu einem Rückgang der DM-Reserven des Auslands. Gleichwohl

Die Autoren unseres Zeitgesprächs:

Prof. Dr. Otmar Issing, 57, ist Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank.

Prof. Dr. Peter Bofinger, 38, ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Geld und Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Würzburg.

Dr. Klaus Friedrich, 54, ist Chefvolkswirt, Dr. Armin Unterberg, 43, Abteilungsdirektor der Dresdner Bank in Frankfurt am Main.

blieb die D-Mark mit einem Anteil von 14% an den Weltdevisenreserven vor dem Yen (knapp 10%) und nach dem Dollar (knapp 62%) die zweitwichtigste Reservewährung¹.

Mit der Stärkung der Reserverolle der D-Mark ging auch eine Festigung ihrer Position als *zweitwichtigste internationale Anlagewährung* einher. Auch hierfür war letztlich der Stabilitätsvorsprung der D-Mark ausschlaggebend. Nach Berechnungen der Bundesbank erreichten die DM-Finanzanlagen des Auslands Ende 1992 mehr als 1 Billion DM. Am globalen Anleihemarkt, der die nationalen und internationalen Anleihemärkte umfaßt, hatte die D-Mark Ende 1990 schätzungsweise einen Anteil von gut 8% und war damit die dritt wichtigste Währung nach dem Dollar (mit 45%) und dem Yen (19%), deren nationale Kapitalmärkte sehr umfangreich sind.

Auch im internationalen Warenverkehr kommt der D-Mark eine herausgehobene Bedeutung zu, die deutlich über die deutschen Welthandelsanteile hinausgeht. Nach dem US-Dollar ist sie weltweit die

zweitwichtigste *Fakturierungswährung*. Von den deutschen Exporten und Importen werden drei Viertel bzw. gut die Hälfte in D-Mark fakturiert – das sind allein schon 14% des Welthandels.

Die Bedeutung der *D-Mark als internationales Zahlungsmittel* wird durch ihren Anteil an den Umsätzen auf den Devisenmärkten deutlich. Nach dem Dollar, der an allen Devisentransaktionen auf der Kauf- und Verkaufsseite einen Anteil von mehr als zwei Fünftel aufweist, stellte die D-Mark mit einem Anteil von etwa einem Fünftel entsprechend einer Untersuchung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im vergangenen Jahr mit Abstand die zweitwichtigste Währung dar.

Ungebrochenes Vertrauen

Der Aufstieg einer Währung zur internationalen Anlage- und Reservewährung hat mehr als tagespolitische Qualität. Das dazu nötige Vertrauenskapital läßt sich nicht von heute auf morgen schaffen, es kann nur im Laufe der Jahre durch eine beharrliche und überzeugende Stabilitätspolitik erworben werden. Dieses Kapital verflüchtigt sich nicht über

Nacht, wenn temporäre Störungen diese Politik vor ernste Belastungsproben stellen. Entscheidend ist letztlich, wie überzeugend und glaubwürdig die Politik diese Herausforderungen annimmt. Die Märkte sind durchaus bereit, gewisse Performance-Schwächen, wie sie die D-Mark zur Zeit aufweist, zu tolerieren, wenn die begründete Aussicht auf Besserung besteht.

Der deutlichste Beweis für das ungebrochene Vertrauen in die D-Mark ist der anhaltende langfristige Kapitalzufluß in die Bundesrepublik, der weit über das derzeitige Leistungsbilanzdefizit hinausgeht. Andererseits ist aber auch der Vertrauensbonus, von dem wir heute zehren, schnell verspielt – wenn die deutsche Wirtschaftspolitik erst der Versuchung erliegen würde, den scheinbar bequemeren Weg der Inflation zu gehen. Die Bundesbank ist sich ihrer Aufgabe bewußt und hat dies immer wieder deutlich gemacht. Das der D-Mark bisher entgegengebrachte Vertrauen zu bewahren, bleibt die geldpolitische Herausforderung dieser Zeit. Die Fortsetzung der mittelfristig orientierten Stabilitätspolitik ist und bleibt der beste Garant für die internationale Position der D-Mark.

¹ Stand: Ende März 1993.

Peter Bofinger

Was bestimmt die Leitwährungsrolle im EWS?

Die Leit- oder Ankerwährungsrolle¹ der D-Mark im EWS ist in

¹ Der Ausdruck „Leitwährung“ wird im folgenden verwendet, um geldpolitische Handlungsspielräume in expansiver und restriktiver Richtung zu beschreiben. Die „Ankerwährungsfunktion“ bezieht sich auf einen Ausschnitt aus dieser umfassenden Funktion und beschreibt die asymmetrischen Handlungsspielräume, durch eine restriktive Politik im „Ankerwährungsland“ die anderen Länder zu Geldwertstabilität zu verpflichten.

den achtziger Jahren so sehr zu einer Selbstverständlichkeit geworden, daß diese Thematik in der Literatur bisher kaum systematisch untersucht worden ist. Das Theoriedefizit wurde erst deutlich, als im Juni 1993 die kurzfristigen Franc-Zinsen erstmals das Niveau vergleichbarer D-Mark-Sätze unterschritten und sich damit die Frage stellte, ob die

Leitwährungsfunktion im EWS nun vom französischen Franc übernommen werden könnte. Obwohl sich das Zinsdifferential mittlerweile wieder zugunsten der D-Mark gedreht hat, ist es aus theoretischer Sicht weiterhin von Interesse,

□ von welchen Faktoren bestimmt wird, welcher Währung eines Fest-

kurssystem die Leit- oder Ankerwährungsrolle zukommt, und

□ welche besonderen geldpolitischen Freiheitsgrade damit verbunden sind.

In der währungstheoretischen Literatur wird die Leitwährungsproblematik häufig auf das sogenannte „n-1 Problem“ reduziert. Dabei geht es vereinfacht gesprochen darum, daß die Stabilität eines Festkurssystems mit n Währungen bereits dann gesichert ist, wenn lediglich n-1 Notenbanken am Devisenmarkt intervenieren, d.h. ihre Geldpolitik ausschließlich am Wechselkursziel orientieren. Für die Notenbank des n-ten Landes ergibt sich daraus, daß sie sich an einem anderen Zwischenziel als den Wechselkurs auszurichten hat. Sie verfügt daher über den besonderen Freiheitsgrad, eine an binnenwirtschaftlichen Zielgrößen (Geldmenge, Zinsniveau) orientierte Politik zu betreiben, ohne daß dies mit der Funktionsfähigkeit des Festkurssystems in Konflikt geraten muß². Es wird im folgenden anhand konkreter Währungssysteme zu überprüfen sein, inwieweit diese vereinfachte Darstellung tatsächlich der Realität gerecht wird.

Ganz offensichtlich bleibt hier jedoch ungeklärt, welcher der n Notenbanken eines gegebenen Festkursabkommens diese privilegierte Rolle zukommt. Wie die Erfahrungen mit den beiden wichtigsten Währungsordnungen der Nachkriegszeit – dem System von Bretton Woods und dem Europäischen Währungssystem – verdeutlichen, wird die Dominanz einer Währung vor allem vom Zusammenspiel der folgenden drei Faktoren bestimmt:

- der Größe eines Landes im Vergleich zu den anderen Teilnehmerländern,
- den Statuten eines Festkursabkommens und
- der makroökonomischen Politik in den großen Ländern.

Determinante der Leitwährungsrolle

Daß ein „kleines“ Land im Rahmen eines Festkurssystems³ grundsätzlich nicht in der Lage ist, eine eigenständige Geldpolitik zu betreiben, gehört zum gesicherten Wissen der Lehrbuchliteratur. Würde es beispielsweise versuchen, eine Zins-

senkung im Alleingang zu erreichen, käme es dadurch unmittelbar zu massiven Kapitalabflüssen. Das Land müßte seine Währung durch Devisenmarktinterventionen stützen. In Anbetracht begrenzter Währungsreserven bliebe ihm nichts anderes übrig, als entweder aus dem System auszuscheiden oder aber seine Geldpolitik wieder an der Grundlinie der Leitwährungs-Notenbank auszurichten.

Ähnlich eng sind die Handlungsspielräume auch in entgegengesetzter Richtung – ein Fall, der in den Lehrbüchern meist unberücksichtigt bleibt. Wollte das kleine Land eine restriktivere Politik als die übrigen Mitgliedsländer verfolgen, käme es zu einem Aufwertungsdruck auf seine Währung. Wiederum bestünde eine Interventionsverpflichtung seiner Notenbank, die jetzt Devisen gegen die Hergabe der eigenen Währung ankaufen müßte. Die entschei-

² Siehe dazu Marina v. N. Whitman: The Current and Future Role of the Dollar: How Much Symmetry?, *Brooking Papers on Economic Activity*, Nr. 3, 1974, S. 539-583.

³ Im folgenden wird durchgängig unterstellt, daß keinerlei Kapitalverkehrskontrollen bestehen.

Thomas Weikart

Geldwert und Eigentumsgarantie

Grundrechtsschutz im Währungswesen

Vor allem in den siebziger Jahren fand der Gedanke Befürworter, aus dem Grundgesetz, vornehmlich aus Art. 14 GG, lasse sich eine Garantie des Geldwertes herleiten. In der Tat scheint es verlockend, dem Bürger ein subjektiv-öffentliches Recht auf Erhalt der Währungsstabilität an die Hand zu geben, zumal selbst die harte DM seit 1948 rund 2/3 ihrer ursprünglichen Kaufkraft einbüßte. Diese erste umfassende Monographie zum Thema entlarvt die Idee einer solchen Verfassungsgarantie anhand der Eigentumsrechtsprechung des BVerfG sowie der Grundrechtslehren insgesamt als Wunschdenken, das nie den Vorgaben des Grundrechtsteils unserer Verfassung entsprach und daher der „Traumfabrik des Staatsrechts“ entstammt. Die Schrift wendet sich an Juristen und andere währungsrechtlich Interessierte, rechtswissenschaftliche und sonstige einschlägige Fachbereichsbibliotheken, juristische Forschungsinstitute und verwandte Einrichtungen, aber auch an Praktiker des Währungsrechts.

Die vorliegende Dissertation wurde von Professor Hugo J. Hahn, einem ausgewiesenen Währungsrechtler und Währungspraktiker mit internationaler Erfahrung betreut.

1993, 249 S., brosch., 66,- DM, ISBN 3-7890-2843-6
(Studien zum Bank- und Börsenrecht, Bd. 25)



Nomos Verlagsgesellschaft • 7570 Baden-Baden



dende Restriktion stellen in diesem Fall nicht die Währungsreserven, sondern das Sterilisationspotential der Notenbank dar.

Damit ein Land trotz massiver Devisenankäufe an einer binnenwirtschaftlich ausgerichteten Geldpolitik festhalten kann, muß es in der Lage sein, die mit den Interventionen verbundene Ausweitung der Geldbasis durch entgegengerichtete liquiditätspolitische Maßnahmen wieder zu neutralisieren. Dies setzt voraus, daß eine Notenbank über einen entsprechend hohen Bestand an Krediten gegenüber den inländischen Kreditinstituten verfügt oder diesen durch eine Anhebung von Mindestreserve-Verpflichtungen kurzfristig deutlich ausweiten kann. Im Fall des kleinen Landes ist das Sterilisationspotential rasch erschöpft, so daß es auch in dieser Richtung nicht in der Lage ist, eine eigenständige Geldpolitik zu verfolgen.

Ein besonders eindrucksvolles Beispiel hierfür bietet die Politik der Deutschen Bundesbank im Jahre 1960. Trotz der Teilnahme am Bretton-Woods-System versuchte die Bundesbank in dieser Phase, eine autonome Restriktionspolitik einzuschlagen. Massive Kapitalimporte erschöpften jedoch rasch das verfügbare Sterilisationspotential, so daß die Bundesbank sich wieder an das niedrigere Weltzinsniveau anpassen mußte⁴.

Diese knappe Beschreibung zeigt zugleich, daß die „Größe“ eines Landes im Rahmen eines Festkurssystems somit vor allem von zwei Determinanten bestimmt wird:

□ dem Bestand an Netto-Währungsreserven (Währungsreserven abzüglich Rückzahlungsverpflichtungen in Fremdwährungen) und

□ dem Sterilisationspotential (Bestand an Refinanzierungskrediten an das inländische Bankensystem zusätzlich kurzfristig mobilisierbarer Schatzwechsel⁵ und einem durch Anhebung der Mindestreserve-Verpflichtungen zu schaffenden Refinanzierungsbedarf).

Leitwährung im System von Bretton Woods

Unter den Verhältnissen des Systems von Bretton Woods war die Leitwährungsrolle somit schon allein aufgrund der erheblichen Größenvorteile der Vereinigten Staaten gegenüber allen anderen Ländern eindeutig festgelegt. Darüber hinaus hatten die USA das Privileg, daß sie aufgrund des IWF-Abkommens von Interventionen am Devisenmarkt grundsätzlich freigestellt waren. Sie mußten sich allerdings verpflichten, für alle Dollar-Bestände, die sich bei anderen Notenbanken akkumulierten, eine Einlösung in Gold zu einem Kurs von 35 Dollar je Feinunze zu gewährleisten.

Dies bedeutete jedoch nicht, daß die amerikanische Geldpolitik in diesem System ganz ohne Rücksicht auf internationale Rückwirkungen betrieben werden konnte, wie das durch die vereinfachte Sichtweise des „n-1 Problems“ suggeriert werden könnte. Mit der Goldeinlösungsverpflichtung hatten die Konstrukteure des Bretton-Woods-Systems einen im Prinzip sehr wirksamen Disziplinierungsmechanismus auch für das Leitwährungsland geschaffen. Bei einer inflatorischen Politik mußten die USA damit rechnen, daß dies dann zu einem Abwertungsdruck auf den Dollar führen würde. Stützungskäufe der stabilitätsorien-

tierten Notenbanken hätten deren Dollar-Reserven erhöht, die dann den USA zur Goldeinlösung hätten vorgelegt werden können. Somit ließen die IWF-Statuten dem Leitwährungsland letztlich nur einen Spielraum in restriktiver Richtung.

Bis Mitte der sechziger Jahre nutzten die Vereinigten Staaten diesen Freiheitsgrad, um eine insgesamt sehr stabilitätsorientierte Politik zu betreiben. Im Zeitraum von 1950 bis 1965 lag die amerikanische Inflationsrate bei durchschnittlich 1,63%. Der Dollar fungierte somit als Ankerwährung für die Notenbanken der gesamten westlichen Welt. Dies änderte sich in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre, eine Phase, die durch eine inflatorische Wirtschaftspolitik (Vietnam-Krieg) der USA gekennzeichnet war. In dieser Situation versagten die im IWF-Abkommen eingebauten Sicherungen kläglich. So verpflichteten sich Bundesbank und Bundesregierung als das Gläubigerland Nr. 1 der USA – unter starkem amerikanischen Druck – bereits im Jahr 1967, das Recht auf Goldeinlösung für Dollar-Guthaben der Bundesbank nicht mehr wahrzunehmen. Im August 1971 nahm Präsident Nixon die Goldeinlösungsverpflichtung formell zurück. Mit dem Smithsonian-Agreement vom Dezember 1971 beschlossen alle Mitgliedsländer, das Bretton-Woods-System ohne jede Goldbindung fortzuführen. Es fehlte damit jede Möglichkeit, das Leitwährungsland zu disziplinieren. Die fortgesetzte Inflationspolitik der Vereinigten Staaten ließ den stabilitätsorientierten Ländern letztlich keine andere Alternative, als im März 1973 alle Interventionsverpflichtungen einzustellen und damit zum weltweiten „Floating“ überzugehen.

Es zeigt sich also, daß die Hegemonie des Dollars im Bretton-Woods-System entscheidend auf der „Größe“ der Vereinigten Staaten ba-

⁴ Siehe dazu ausführlicher Peter Bofinger: Festkurssysteme und geldpolitische Koordination, Baden-Baden 1991, S. 317 ff.

⁵ Die mit der Novellierung des Bundesbankgesetzes beschlossene Anhebung des Höchstbetrags für die Emission von Liquiditätspapieren auf 50 Mrd. DM (§ 42) ist daher ein wichtiger Beitrag zur Ausweitung des Sterilisationspotentials der Bundesbank.

sierte. Die Konstruktionsweise dieser Währungsordnung beschränkte den damit eröffneten Freiheitsgrad allerdings in der Weise, daß die amerikanische Geldpolitik eigentlich nur in stabilitätsorientierter Richtung agieren konnte, ohne außenwirtschaftliche Rücksichten nehmen zu müssen. Für eine eigenständige inflatorische Politik bestand kein entsprechender Handlungsspielraum⁶. Erst die Suspendierung der Goldeinlösungsverpflichtung eröffnete dem Leitwährungsland die Möglichkeit, auch eine rein binnenwirtschaftlich ausgerichtete Inflationspolitik zu betreiben, an die sich die anderen Länder passiv anzupassen hatten.

Leitwährungsrolle im EWS

Im Europäischen Währungssystem ist die Leitwährungsrolle sehr viel weniger eindeutig bestimmbar als im Bretton-Woods-System. Deutschland ist zwar das größte EGS-Land, der Abstand zu Frankreich ist jedoch gering. Zudem sind die EWS-Statuten von vornherein so angelegt, daß alle Länder den gleichen Rechten und Pflichten unterliegen. Insbesondere ist jedes Land zur Intervention am Devisenmarkt verpflichtet. A priori ist also insbesondere die Frage offen, ob die Leitwährungs- bzw. Ankerrolle von der D-Mark oder vom französischen Franc wahrgenommen wird. Hierbei ist insbesondere die konkrete Geldpolitik der Bundesbank und der Banque de France von Bedeutung. Wesentlich ist dabei, daß die Handlungsspielräume, die das System eröffnet, ähnlich asym-

metrischer Natur sind wie im ursprünglichen Bretton-Woods-System.

Die Erfahrung der frühen achtziger Jahre ist hierfür besonders illustrativ. Während Frankreich im Jahr 1981 eine expansive wirtschaftspolitische Linie einschlug, versuchte die Bundesbank nach dem zweiten Ölpreisschock möglichst rasch wieder Geldwertstabilität in Deutschland zu erreichen. Der anhaltende Verlust an Währungsreserven war letztlich ausschlaggebend dafür, daß Frankreich dauerhaft auf Stabilitätskurs übergang. Demgegenüber war es der Bundesbank in dieser Phase uneingeschränkt möglich, ihre Geldmengenziele einzuhalten. Das Ergebnis dieses Konflikts läßt also erkennen, daß eine auf Geldwertstabilität bedachte (große) Notenbank eindeutig das System dominiert.

Auch wenn die Bundesbank bei dieser Grundlinie ihrer Politik in der Folgezeit immer wieder damit rechnen mußte, daß es dadurch zu Währungsunruhen im EWS kommen würde, konnte sie sicher sein, daß sie davon nicht nachhaltig beeinträchtigt werden würde. Die Krise vom September 1992 zeigt deutlich, daß die Bundesbank mittlerweile über ein enormes Sterilisationspotential verfügt, das es ihr erlaubt, selbst Interventionsvolumina von fast 100 Mrd. DM friktionsfrei zu neutralisieren. Trotz der EWS-Teilnahme konnte die Bundesbank daher die deutsche Geldbasis jederzeit nahezu perfekt steuern⁷.

Diese Dominanz der Bundesbank gegenüber den anderen großen EWS-Ländern in den achtziger Jahren ist wesentlich auf die EWS-

Regeln zurückzuführen, die die Anpassungslasten überwiegend den Schwachwährungsländern aufbürden. In Krisensituationen sind letztlich nur deren Notenbanken verpflichtet, die vorgegebenen Paritäten zu verteidigen⁸. Zwar ist stets auch die Bundesbank bei der Stützung schwacher Währungen involviert, doch wird dies in den EWS-Bestimmungen so gewertet, als ob die Bundesbank „auf Rechnung“ einer Schwachwährungs-Notenbank agierte. Das heißt, alle D-Mark Bestände, die die Bundesbank dabei in den Markt gibt, werden als Interventionskredite zugunsten einer Schwachwährungs-Notenbank gewertet, die diese spätestens nach 3½ Monaten mit eigenen Währungsreserven zurückzahlen muß.

Zumindest theoretisch besteht daher im EWS für die Notenbank eines großen Landes ein nahezu unbegrenzter Spielraum, eine restriktive Geldpolitik im Alleingang zu betreiben, an die sich alle übrigen Länder anpassen müssen. Dies ist im wesentlichen darauf zurückzuführen, daß eine auf Restriktion angelegte Politik in der Regel zu Aufwertungserwartungen für die betroffene Währung führt. Die mit einem solchen geldpolitischen Kurs verbleibenden Störpotentiale wirken sich somit in erster Linie zu Lasten der übrigen Länder aus. Spätestens seit Beginn der neunziger Jahre hätte auch die Banque de France in dieser Weise auf das Gesamtsystem einwirken können. Aufgrund der in Frankreich ohnehin als zu restriktiv angesehenen deutschen Geldpolitik wäre ein solcher Restriktionswettbewerb jedoch wenig sinnvoll gewesen.

⁶ So Ronald McKinnon: An International Standard for Monetary Stabilization, Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics, Nr. 8, 1984, S. 8: „Foreign governments' infrequent conversions of Treasury securities into gold had no direct impact on the American money supply. Yet, visions of a continually dwindling American gold stock kept presidents Eisenhower, Kennedy and even Johnson awake at night. This strengthened the conservative bias in American monetary policy toward stabilizing the domestic price level...“

⁷ Siehe dazu ausführlicher Deutsche Bundesbank: Zum Einfluß von Auslandstransaktionen auf Bankenliquidität, Geldmenge und Bankkredite, Monatsberichte, 45. Jg., Nr. 1, 1993. Die im September 1992 zu beobachtende Beschleunigung des Geldmengenwachstums resultierte aus einer temporär überhöhten Geldnachfrage, die sich rasch wieder normalisierte.

⁸ Die Verteidigung der eigenen Währung wird allerdings dadurch erheblich erleichtert, daß das EWS-Abkommen kurzfristig unbegrenzte Interventionskredite eröffnet. Diese im Rahmen der „sehr kurzfristigen Finanzierung“ bereitgestellten Mittel müssen aber spätestens 3½ Monate später durch die Schwachwährungs-Notenbank mit eigenen Währungsreserven zurückgezahlt werden.

**Nur begrenzte
Handlungsspielräume**

In expansiver Richtung verfügen die Notenbanken der großen EWS-Länder grundsätzlich über einen sehr viel geringeren Manövrierraum für eine eigenständige Geldpolitik. Die Erfahrung der letzten Monate zeigt, daß selbst die Bundesbank nicht mehr ohne weiteres in der Lage ist, eine rein binnenwirtschaftlich ausgerichtete Zinssenkungspolitik zu betreiben. Ihr Hauptrisiko besteht dabei darin, daß sie die Aufwertungserwartung für die D-Mark einbüßt oder daß diese sogar in eine Abwertungserwartung umschlägt. Im Juni 1993 war diese Situation zumindest temporär bereits eingetreten. Die Entwicklung im Juli 1993 zeigt allerdings, daß auch die Banque de France derzeit kaum in der Lage ist, ihre Leitzinsen autonom zu senken, ohne die Position ihrer Währung zu gefährden.

Diese Asymmetrie des Handlungsspielraums von Leitwährungsländern ist in der öffentlichen Diskussion der letzten Wochen nicht

hinreichend beachtet worden. In einer Zinssenkungsphase gibt es bei den großen EWS-Ländern keine eindeutige Leitwährungsrolle mehr. Somit erscheint es sinnvoll, grundsätzlich nur von der „Ankerrolle“ im EWS zu sprechen, da dieses bewußt so angelegte System auch großen Ländern für die umfassendere Leitwährungsrolle keinen Spielraum eröffnet.

Die hier vorgenommene Analyse der Leit- bzw. Ankerwährungsfunktion im EWS unterscheidet sich somit erheblich von konkurrierenden Erklärungsansätzen. Dies gilt zum einen für die Indikatoren, anhand derer die „Größe“ eines Landes abgeleitet wird. Im Funktionszusammenhang eines Festkurssystems kommt es allein auf den Bestand an Währungsreserven und das Sterilisationspotential von Notenbanken an. Alle anderen in der Diskussion genannten Kriterien (Volumen der nationalen Finanzmärkte, Verwendung einer Währung als Währungsreserve von Notenbanken, Volumen des Devisenhandels in einer Währung) sind hierfür allenfalls von sekundärer Bedeutung. Zum anderen ist deutlich

geworden, daß die Handlungsspielräume auch großer Notenbanken begrenzt sind. Aufgrund der damit verbundenen Asymmetrie läßt sich die Leitwährungsrolle im EWS nur in Zinssteigerungsphasen, d.h. als Ankerwährungsrolle, eindeutig bestimmen. In Perioden der allgemeinen geldpolitischen Lockerung ist eine klare Bestimmung der Leitwährung nicht mehr ohne weiteres möglich.

In einem System wie dem EWS ist somit die Frage nach dem n-ten Land sehr viel komplexer als dies in der währungstheoretischen Literatur allgemein unterstellt wird. Schon unter den Verhältnissen des Systems von Bretton Woods ließ sie sich nicht darauf reduzieren, daß n-1 Länder über keinerlei geldpolitische Freiheitsgrade verfügen, während das n-te Land völlig autonom in seiner Politik ist. Im EWS kommt erschwerend hinzu, daß mit Deutschland und Frankreich zwei annähernd gleich große Länder jederzeit die Ankerwährungsfunktion übernehmen können, ohne jedoch über allzu große Handlungsspielräume in expansiver Richtung zu verfügen.

Klaus Friedrich, Armin Unterberg

**Die D-Mark dürfte auch weiterhin ihre
Leitwährungsfunktion behalten**

Beinahe könnte man die Frage nach der Leitwährungsfunktion der D-Mark schon wieder als überholt beiseite legen. Denn die im Juni die Gemüter bewegende leichte D-Mark-Schwäche ist inzwischen Historie, die Mark ist im Europäischen Währungssystem stärker denn je und ihre Leitwährungsrolle unangefochten. Dennoch ist es vielleicht

reizvoll, einige grundsätzliche Überlegungen zur Rolle der D-Mark als Ankerwährung zu diskutieren.

**Hintergründe der
jüngsten Diskussion**

Hintergrund der Leitwährungsdiskussion war eine vorübergehend zur Schwäche neigende D-Mark, die mit einem starken Dollar und einer kurz-

fristigen Franc-Stärke einherging und einige Spekulanten zu Aktionen inspirierte, die schon seit September vergangenen Jahres in den Währungen des EWS ein wunderbares Betätigungsfeld erkannt hatten. Als es am 21. Juni – unter Führung Frankreichs, aber ohne deutsche Mitwirkung – zu einer Serie von Leitzinssenkungen in europäischen Ländern

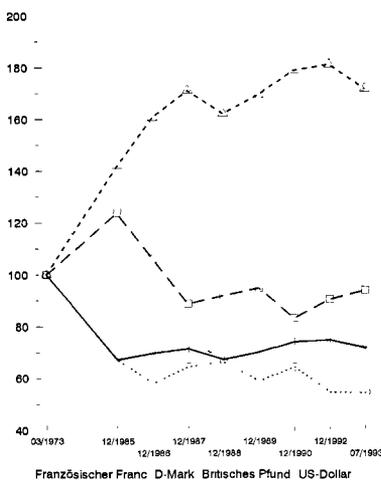
kam, wurde dies vielerorts als Zeichen für die Auflösung des „D-Mark-Blocks“ gewertet.

Dies alles ist – wie gesagt – inzwischen Historie. Niemand spricht heute mehr vom französischen Franc als „neuer Ankerwährung“ in Europa. Selten, schrieb eine Finanzzeitung, seien Hochmut und Großsprecherei von den Märkten so schnell bestraft worden. Tatsache ist, daß Ende Juli wieder die Stärke der D-Mark und nicht ihre Schwäche das EWS vor die Zerreißprobe stellte. Die Krisensitzung der EG-Finanzminister in Brüssel machte auch deutlich, daß für die meisten EWS-Mitgliedsländer eine andere Ankerwährung als die D-Mark nicht in Frage kommt. Die drastische Bandbreitenerweiterung ist nun allerdings ein erneuter Test für die Leitwährungsrolle der D-Mark.

Was macht eine Währung zur Leitwährung?

Wie kam die D-Mark zu ihrer Leitwährungsrolle in Europa? Ganz sicher nicht, weil sich die Bundesregierung immer wieder darum bewor-

Handelsgewichtete Wechselkurse ausgewählter Währungen



Quelle: Daten des Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.; Indizes: 1973 = 100.

ben hätte. Auch nicht als schwer erkämpftes Ergebnis einer internationalen Konferenz von Notenbankgouverneuren. Vielmehr mußte dafür ein ganz spezifischer Nährboden wirtschaftlicher und (geld-)politischer Faktoren vorhanden sein, der sie im Laufe der Zeit in diese Rolle hineinwachsen ließ. Diese Faktoren waren vor allem

- eine starke deutsche Wirtschaft mit hohem Exportvolumen,
- politische Stabilität,
- eine über Jahrzehnte erfolgreiche Stabilitätspolitik der Notenbank,
- eine wichtige Rolle als internationale Reserve- und Handelswährung.

In den letzten 20 Jahren hat – abgesehen vom japanischen Yen und vom Schweizer Franken – keine andere wichtige Währung eine solche Wertsteigerung erzielt wie die D-Mark. Der handelsgewichtete Wechselkurs gegenüber den wichtigsten Handelspartnern (G10-Länder plus Schweiz) nahm seit 1973¹ um 78% zu, während der Dollar um 6%, der französische Franc um 26% und das britische Pfund um 47% an Umtauschwert verloren. Die D-Mark ist heute – nach dem Dollar – die zweitwichtigste internationale Reserve- und Handelswährung. Und nach den jüngsten Berechnungen des Internationalen Währungsfonds verfügt Deutschland mit über 50 Mrd. SZR über die zweithöchsten Währungsreserven der Welt nach Japan (52 Mrd. SZR), vor den USA (45 Mrd. SZR), Großbritannien (27 Mrd. SZR) und Frankreich (21 Mrd. SZR).

Die genannten, über Jahrzehnte wirksamen Faktoren führten dazu, daß die deutsche Währung weltweit eine starke Vertrauensbasis auf-

bauen konnte. Und nur deshalb wurde sie mit den Jahren vom Ausland als europäische Leitwährung betrachtet bzw. von den europäischen Nachbarn als Ankerwährung benutzt. Durch Stärke, Vertrauen und nicht zuletzt die vorhandenen Volumina fand sich die D-Mark schließlich in dieser Rolle, um die sie sich nicht beworben hatte. Und dieses stetig angewachsene Vertrauenskapital ist keineswegs verbraucht. Das zeigt auch die Tatsache, daß die Kapitalzinsen in Deutschland weiterhin unter den Geldzinsen liegen – die Kapitalmärkte vertrauen offensichtlich der deutschen Geldpolitik. Insofern hätte man auch in Deutschland die aufkommende Diskussion durchaus gelassen beobachten können.

Tatsächlich aber gab es einige Aufregung in der Politik, und selbst die Äußerungen unserer Notenbanker ließen etwas Nervosität erkennen. Dies mag damit zusammenhängen, daß unser wirtschaftspolitisches Gewissen derzeit nicht ganz ungetrübt ist. Dann kann auch das Rascheln eines dünnen Blattes Verfolgungswahn auslösen.

Wird die D-Mark ihre Leitwährungsrolle behalten?

In der Tat gab es bei den wirtschaftlichen Fundamentals einige Veränderungen zum Schlechteren in Deutschland, die zum Teil auf wirtschaftspolitische Versäumnisse zurückgehen. So hat

- die Staatsverschuldung nach der Wiedervereinigung exponentiell zugenommen,
- die Inflationsrate sich als außerordentlich resistent erwiesen,
- die Leistungsbilanz seit zwei Jahren ein deutliches Defizit,
- das Vertrauen der Bevölkerung in die Fähigkeit der deutschen Wirtschafts- und Finanzpolitik, mit den

¹ März 1973 bis März 1993. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D. C.

anstehenden Problemen fertig zu werden, abgenommen.

Diese Entwicklungen haben zwar ganz sicher noch nicht das Vertrauenskapital aufgezehrt, das die D-Mark an den Kapitalmärkten besitzt. Und soweit es sich – vereinigungsbedingt – um vorübergehende Erscheinungen handelt, sollte man sie auch nicht überbewerten. Halten sie aber an, so sind diese Faktoren durchaus in der Lage, das Renommee unserer Währung zu mindern. Insofern sollten wir sie ernst nehmen. Denn man muß damit rechnen, daß sie auch von den Märkten zur Kenntnis genommen werden. Die Akteure an den Devisenmärkten agieren nicht im luftleeren Raum, auch wenn manche Spekulationswelle eine Währung unerwartet trifft.

Man mag Sorge haben wie der Präsident der Bank für internationalen Zahlungsausgleich, Alexandre Lamfalussy, daß die spekulativen Attacken an den Devisenmärkten die

„Fähigkeit der Währungsbehörden, Zinsanpassungen vorzunehmen und aufrechtzuerhalten“ zunehmend auf die Probe stellen. Dennoch muß man natürlich sehen, daß Spekulanten in der Regel nicht so töricht sind, grundlegende Faktoren völlig außer acht zu lassen. Der Spekulationswelle gegen das britische Pfund war beispielsweise eine ungünstige Entwicklung in Großbritannien vorausgegangen, die das Pfund auch von den Fundamentals her als überbewertet erscheinen ließ. Eine Weile können Notenbanken erfolgreich gegensteuern. Wird die Diskrepanz zwischen den hinter einer Währung stehenden fundamentalen Wirtschaftsfaktoren und ihrem Außenwert aber zu groß, so bedarf es manchmal nur noch eines kleinen Anstoßes, um die Märkte zum Überborden zu bringen.

Um der D-Mark langfristig ihr hohes Ansehen zu erhalten, ist es daher notwendig, nicht nur weiterhin

eine stabilitätskonforme Geldpolitik, sondern auch eine wieder mehr Vertrauen bildende Wirtschafts- und Finanzpolitik zu betreiben. Ansätze dazu sind erkennbar. Die Inflationsrate – bisher zum großen Teil von administrativen Preiserhöhungen oben gehalten – zeigt im Verlauf inzwischen einen deutlichen Abwärtstrend. Die Haushaltspolitik, die bisher ihre Finanzierungsprobleme im wesentlichen durch Einnahmenerhöhungen zu lösen versuchte, hat erste klare Schritte zum Sparen unternommen. Und mit der Belebung der Exportkonjunktur wird sich auch die Leistungsbilanz wieder verbessern, wenn auch die Inlandsabsorption vereinigungsbedingt noch einige Zeit höher bleiben wird als früher.

Die Chancen stehen damit nicht schlecht, daß die D-Mark auch weiterhin ihre Leitwährungsfunktion behalten wird – so lange, bis eine gemeinsame europäische Währung sie von dieser Rolle suspendiert.

Norbert Reich

Europäisches Verbraucherschutzrecht

Binnenmarkt und Verbraucherinteresse

2. Auflage

Die Einheitliche Akte verpflichtet die Gemeinschaft auf der einen Seite auf die Binnenmarktvollendung, legt die Kommission aber auf der anderen Seite auf ein „hohes Schutzniveau“ in ihren Angleichungsvorschlägen – gerade im Verbraucherschutz – fest.

Die unterschiedliche Zielsetzung birgt Konflikte. Die Herausbildung eines gemeinschaftlichen Verbraucherschutzrechts soll hier harmonisieren helfen: Unternehmen werden auf die Einhaltung von Schutzstandards zugunsten des Verbrauchers im Gegenzug für das Recht auf Wettbewerbsteilnahme verpflichtet.

Die Verbraucher erwerben Rechte auf Wahl- und Entscheidungsfreiheit, Information und u.a. Schutz ihrer wirtschaftlichen Interessen, die sie auch im Gemeinschaftsinteresse durchsetzen können.

Das Buch untersucht die verschiedenen Integrationsformen der Marktöffnung, des Wettbewerbs und der hier so bezeichneten Positivintegration.

Zudem enthält es die zweite, völlig neubearbeitete Auflage der 1987 erschienenen, 1990 durch eine englischsprachige Teilneubearbeitung („Internal market and diffuse interests“) ergänzten Studie „Schutz und Förderung diffuser Interessen durch die EG“.

1993, 406 S., geb., 79,- DM, ISBN 3-7890-2919-X



Nomos Verlagsgesellschaft • 7570 Baden-Baden

