

Ohr, Renate

Article — Digitized Version

Die Folgen des Dollarkursverfalls für die deutsche Volkswirtschaft

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Ohr, Renate (1995) : Die Folgen des Dollarkursverfalls für die deutsche Volkswirtschaft, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 75, Iss. 4, pp. 194-199

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137230>

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.

Renate Ohr

Die Folgen des Dollarkursverfalls für die deutsche Volkswirtschaft

Im Zuge des Kursverfalls des Dollar gegenüber D-Mark und Yen auf historische Tiefststände äußerten sich Wirtschaftsvertreter und Medien sehr pessimistisch über die Folgen für die deutsche Volkswirtschaft: Eine deutliche Verringerung des Wirtschaftswachstums, Beschäftigungsverluste und eine weitere Verschlechterung des Standorts Deutschland wurden vorausgesehen. Sind diese Befürchtungen berechtigt?

Betrachtet man die Dollarkursentwicklung der letzten 23 Jahre, so muß man drei Entwicklungen unterscheiden: So gibt es starke kurzfristige Fluktuationen, mit – im Extremfall – Tagesschwankungen nach oben oder unten von bis zu 2-3%. Daneben sind mittelfristige Trendentwicklungen zu erkennen, wie die Halbierung des Dollarkurses im Zeitraum von 1971 bis 1980, eine Verdoppelung des Dollarwertes von 1981 bis 1987 und seine erneute circa 50%ige Abwertung in der Zeitspanne zwischen 1985 und 1987. Auch in den letzten acht Jahren gab es noch mittelfristige Trends und Trendumkehrungen (etwa alle eineinhalb bis zwei Jahre), doch ist die Schwankungsbreite des Dollar insgesamt deutlich geringer geworden. Schließlich ist jedoch über den gesamten Zeitraum ein langfristiger Trend festzustellen, der einen eindeutigen anhaltenden Kursverfall anzeigt (siehe Graphik).

Die Ungewißheit über die künftige Dollarkursentwicklung birgt natürlich zusätzliche Risiken für die Unternehmen. Eine aktuelle Wechselkursveränderung ist darüber hinaus ex ante nicht immer eindeutig als kurzfristige Fluktuation, als mittelfristiger oder als langfristiger Trend zu identifizieren. Andererseits stehen den Unternehmen auch gewisse kurz-, mittel- und langfristige Risikoabsicherungsmöglichkeiten zur Verfügung. Und schließlich haben Dollarkursveränderungen oft mehrdimensionale, zum Teil konträr wirkende Auswirkungen auf die davon betroffenen Wirtschaftsteilnehmer. Es ist daher sehr differenziert

zu prüfen, inwieweit eine aktuelle oder potentielle Volatilität des Dollarkurses den Außenhandel tatsächlich beeinträchtigt und mögliche einzel- und gesamtwirtschaftliche Außenhandelsgewinne beeinflusst.

Zum Umgang mit Wechselkursrisiken

Wechselkursbedingte Risiken bestehen zum einen in dem Umfang, in dem ein Unternehmen Fremdwährungsforderungen oder -verbindlichkeiten hält und zugleich kurzfristige Wechselkursschwankungen auftreten. Zum anderen können mittel- und langfristige Auf- oder Abwertungen einer Währung die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen beeinflussen und damit das Absatz- und/oder Erlösrisiko erhöhen. Eine anhaltende reale Falschbewertung einer Währung schließlich birgt das Risiko einer internationalen Fehlallokation der Ressourcen.

Während kurzfristige Wechselkursfluktuationen in ausgeprägterem Maße nur bei einer floatenden Währung auftreten können (bei Währungen, die in ein Festkurssystem eingebunden sind, nur innerhalb der Bandbreiten um die Leitkurse), können mittel- und langfristige Auf- oder Abwertungen auch in einem Festkurssystem erfolgen, da auch dort gelegentlich Paritätsänderungen vorgenommen werden (müssen). Reale Falschbewertungen schließlich können sowohl bei Währungen auftreten, die sich einem Festkurssystem angeschlossen haben, als auch bei floatenden Währungen: Entwickeln sich die Inflationsraten zweier Länder, deren Währungen durch einen festen Wechselkurs verbunden sind, stark auseinander, so wertet die weniger stark inflationierende Währung real ab, die stärker inflationierende Währung real auf. Entsprechendes geschieht bei flexiblen Wechselkursen, wenn der nominale Wechselkurs zwischen zwei Währungen sich über die bilateralen Inflationsdivergenzen hinaus verändert.

Prof. Dr. Renate Ohr, 41, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Außenwirtschaft, an der Universität Hohenheim in Stuttgart. Ihre Hauptforschungsgebiete sind Währungstheorie und -politik, Makroökonomie offener Volkswirtschaften und Europäische Integration.

Das Management von Wechselkursrisiken läßt sich entsprechend der oben genannten Fristigkeiten in zwei Hauptkonzepte unterteilen. Das Konzept des Managements der „Transaction Exposure“ (Umwertungsrisiken) umfaßt Maßnahmen zur Beeinflussung der kurzfristigen Wechselkursrisiken aus den bestehenden Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten¹. Bezogen auf jede Währung muß die jeweilige Nettoposition aus Forderungen und Verbindlichkeiten ermittelt werden, die dann – je nach Währungsmanagement-Strategie und Risikoneigung der Entscheidungsträger – durch Kurssicherungsmaßnahmen mehr oder weniger neutralisiert werden kann. Die Kurssicherung kann dabei über verschiedene interne oder externe Instrumente erfolgen². Zu den internen Maßnahmen zählen z.B. die Fakturierung in Inlandswährung oder Vereinbarungen innerhalb des zugrundeliegenden Handelsvertrages – wie Währungsklauseln, Währungsoptionsrechte oder die Möglichkeit einer kurzfristigen Veränderung der Terms of Payments (der üblichen Zahlungsfristen). Eine externe Kurssicherung wird zumeist über Devisentermingeschäfte oder mit Hilfe von Terminbörsen (Währungs-Futures, Zins-Futures oder Devisen-Optionen) vorgenommen. Daneben gibt es jedoch z.B. auch noch die Möglichkeiten der Aufnahme von Währungskrediten, der Diskontierung von Währungswechseln, der Forfaitierung von Exportforderungen oder des Export-Factoring.

Management der „Economic Exposure“

Aber auch die mittel- und langfristigen Veränderungen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit infolge von Wechselkursänderungen bedingen ein breites Feld wechselkursabhängiger ökonomischer Risiken. Das Management dieser Risiken wird mit dem Konzept des Managements der „Economic Exposure“ bezeichnet³. Mit Hilfe dieses Konzepts wird versucht, die Wirkungen möglicher Wechselkursänderungen auf den zu erwartenden Zukunftserfolgswert (Cash flow) des Unternehmens zu erfassen und die daraus entstehenden Risiken zu minimieren. Rein finanzwirtschaftliche Hedging-Maßnahmen genügen hierzu nicht, sondern es müssen auch die Auswirkungen auf Beschaffungskosten, Produktionskosten und Absatzmöglichkeiten mit einbezogen werden.

Das Management der „Economic Exposure“ ist entsprechend schwierig. Eine mögliche Strategie besteht darin, ein sogenanntes „natürliches Hedging“ zu betreiben, wobei im Wert der Exporte in einen bestimmten Währungsraum auch Vorleistungen aus eben diesem Währungsraum bezogen werden. Aber selbst dieses natürliche Hedging schützt nicht vor sämtlichen Auswirkungen mittel- und langfristiger Wechselkursveränderungen. Von Bedeutung sind nämlich darüber hinaus die Preiselastizitäten der Nachfrage auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten, die Entwicklung der Währungen der Hauptkonkurrenten und die Flexibilität der Produktionsstrukturen.

Reaktionen auf Wechselkursrisiken

Mittlerweile gibt es eine Reihe von Untersuchungen, die sich mit den Unternehmensreaktionen auf Wechselkursrisiken befassen. Die oftmals unterstellte generelle Beeinträchtigung des Außenhandels durch flexible Wechselkurse konnte bisher empirisch nicht nachgewiesen werden⁴. Es zeigt sich darüber hinaus, daß die meisten Unternehmen sich auf ein Management ihrer „Transaction Exposure“ konzentrieren, während selbst solche Unternehmen, die – nach eigener Auffassung – ein beträchtliches „Economic Exposure“ aufweisen, nur in geringem Umfang dafür notwendige Gegenmaßnahmen ergreifen⁵. Als wichtigstes Abwehrinstrument gegen kurzfristige Wechselkursrisiken wird die finanzielle Absicherung praktiziert – und zwar vor allem in Form von Devisentermingeschäften, Diskontierung von Fremdwährungswechseln und (insbesondere bei großen internationalen Unternehmen) Devisen-Optionskontrakten.

Als zweitwichtigste Strategie gegen erhöhte Wechselkursrisiken werden zumeist betriebsinterne Maßnahmen verfolgt⁶. In Deutschland hat dabei die Strategie der Fakturierung in D-Mark ein hohes Gewicht: Rund 85% der Exporte und über 50% der Importe werden schon in D-Mark abgerechnet. Unternehmen mit einer hoher Außenhandelsverflechtung sowohl auf der Beschaffungs- wie auch auf der Absatzseite versuchen darüber hinaus häufig noch, eine möglichst weitgehende Saldierung von Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten zu erreichen. Nur der verbleibende Saldo an Fremdwährungspositionen muß dann finanziell abgesichert werden.

¹ Vgl. Martin Glaum: Informationseffizienz der Devisenmärkte und unternehmerisches Wechselkursrisiko-Management, in: Kredit und Kapital, 27. Jg. (1994), S. 76.

² Vgl. Guido Eilenberger: Währungsrisiken, Währungsmanagement und Devisenkurssicherung, Frankfurt 1986, S. 133 ff.

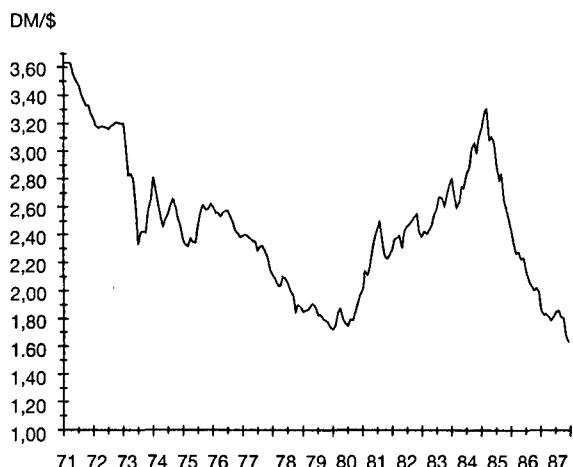
³ Vgl. Martin Glaum, a.a.O., S. 77.

⁴ Vgl. u. a. Anneliese Herrmann: Wechselkursrisiko und Unternehmensverhalten in: ifo-Schnelldienst 12/88, S. 7 ff.

⁵ Vgl. Martin Glaum, Andreas Roth: Wechselkursrisiko-Management in deutschen internationalen Unternehmungen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 63. Jg. (1993), S. 1181 ff.

⁶ Vgl. Anneliese Herrmann, a.a.O., S. 16f.

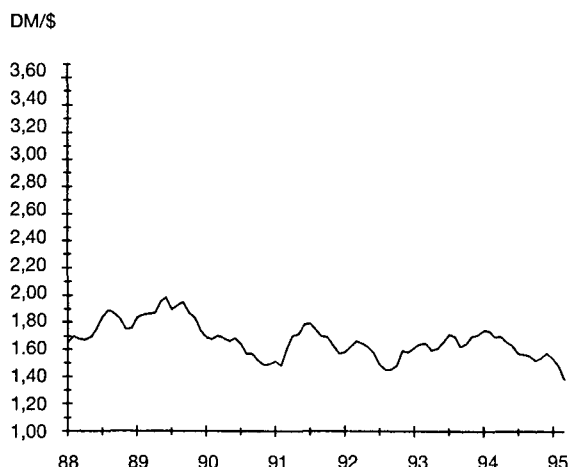
Dollarkurs¹ von 1971 bis Ende 1987



¹ Monatliche Durchschnittswerte der Kassa-Mittelkurse.

Quelle: Devisenkursstatistik der Deutschen Bundesbank.

Dollarkurs¹ von 1988 bis März 1995²



¹ Monatliche Durchschnittswerte der Kassa-Mittelkurse.

² März 1995: bisher tiefstes Fixing in Frankfurt bei 1,3755 DM/\$.

Quelle: Devisenkursstatistik der Deutschen Bundesbank.

Entgegen den in den Medien häufig geäußerten Befürchtungen, daß eine zu teure D-Mark den Produktionsstandort Deutschland schwächen würde, zeigt sich bei den Unternehmensbefragungen bisher eine deutliche Zurückhaltung gegenüber wechselkursbedingten Eingriffen in den realen Bereich. Eine Abkehr vom Exportgeschäft und eine stärkere Inlandsmarktorientierung werden kaum als Alternative genannt, und auch Standortentscheidungen sind in der Vergangenheit kaum unter Wechselkursgesichtspunkten getroffen worden. Bei erfolgten Standortverlagerungen spielten Wechselkursüberlegungen allenfalls mit, sie waren aber nie entscheidendes Kriterium für die Auslandsinvestition⁷. Der Grund liegt darin, daß Standortvorteile durch kurzfristige Wechselkursveränderungen eben auch nur kurzfristig wirksam sind und daher nicht Grundlage einer längerfristigen Investitionsentscheidung sein dürfen. Längerfristige Wechselkurs-trends dagegen können für Standortentscheidungen mitbestimmend sein, doch werden sie oft durch andere Standortfaktoren (Produktivitätsgefälle, Inflationsdivergenzen usw.) neutralisiert oder dominiert.

Wirkungen einer Dollarabwertung

Probleme hinsichtlich der aktuellen Dollarkursentwicklung werden derzeit weniger in der Gefahr kurzfristiger Fluktuationen gesehen als in der Möglichkeit, daß der Dollar über einen längeren Zeitraum hinweg

niedrig bewertet bleibt oder sogar noch weiter abwertet. Es wird befürchtet, daß sich durch die sinkende preisliche Wettbewerbsfähigkeit Verlagerungen der Handelsströme ergeben, die die deutsche Leistungsbilanz verschlechtern und somit Einkommens- und Beschäftigungsverluste induzieren. Dollarkursveränderungen wirken sich jedoch nicht nur auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aus, sondern ganz entscheidend auch auf die Angebotsseite, da die Weltmarktpreise nahezu aller Rohstoffe in Dollar festgelegt sind. Die Bundesrepublik Deutschland wird somit als sehr rohstoffimportabhängiges Land auch auf der Kostenseite vom Dollarkurs stark beeinflußt. Da die einzelnen Sektoren und Branchen in sehr unterschiedlichem Maße angebotsseitig und nachfrageseitig vom Dollarkurs abhängig sind, unterscheiden sich Analysen über die Folgen einer Dollarabwertung sowohl branchenspezifisch als auch sektoral und gesamtwirtschaftlich⁸.

Schwierig ist es naturgemäß für Unternehmen, die vorwiegend in den Dollarraum exportieren, wenn zugleich die Preiselastizität der Nachfrage nach ihren Produkten relativ hoch ist. Die wechselkursbedingte Verteuerung deutscher Exportprodukte in den Dollarraum führt dann entweder zu Absatzverlusten oder zwingt die deutschen Exporteure, diese Verteuerung durch eine Rücknahme der D-Mark-Preise zu kompensieren, was jedoch ebenfalls einen Erlösrückgang

⁷ Vgl. Martin Glaum, Andreas Roth, a.a.O., S. 1196.

⁸ Vgl. u.a. Antoine-Richard Milton: Zur Wechselkursempfindlichkeit bei den Ausfuhren Nordrhein-Westfalens und Baden-Württembergs, in: RWI-Mitteilungen, 45. Jg. (1994), S. 17 ff.

bedeutet⁹. Von diesen Problemen ausgenommen sind allerdings solche Anbieter, deren Hauptkonkurrenten japanische Unternehmen sind, da der Yen eine noch stärkere Aufwertung gegenüber dem Dollar erfahren hat als die D-Mark¹⁰. Und für eine Reihe von Unternehmen wird der Nachteil auf der Absatzseite durch Kostenvorteile auf der Beschaffungsseite kompensiert, wenn sie in Dollar zu bezahlende und somit billiger gewordene Rohstoffe und Vorleistungen verarbeiten. Die Vorteile aus den billiger importierbaren Rohstoffen und Vorleistungen kommen zudem auch vielen Unternehmen zugute, die auf der Nachfrage-seite gar nicht negativ von der Dollarabwertung betroffen sind.

Positive Entwicklung der Exportwirtschaft

Eine relativ hohe Preis- und damit auch Wechselkurselastizität der Nachfrage weisen Teile der

Automobilindustrie (insbesondere der einfacheren Modelle) und Teile des Maschinenbaus (insbesondere der Werkzeugmaschinen) auf. Die chemische und elektrotechnische Industrie hat bei etwas geringerer Preiselastizität der Nachfrage auch etwas weniger Probleme mit der Dollarabwertung. Für alle vier Hauptexportbranchen der Bundesrepublik (Maschinenbau, Chemie, Fahrzeuge, Elektrotechnik) zeigt sich jedoch, daß sie vor allem sehr elastisch auf Veränderungen der Weltkonjunktur reagieren, während die Wechselkurselastizität deutlich geringer ist. Andere Wettbewerbsfaktoren überlagern vielfach wechselkursbedingte Preisnachteile: Technologiegehalt, Produktqualität, Service, Termintreue sind insbesondere im Automobilhandel sehr wesentliche Absatzdeterminanten. Auch bei Elektrogeräten zum Beispiel

⁹ Schätzungen haben ergeben, daß bei der Dollarabwertung Anfang der achtziger Jahre Wechselkursänderungen zu rund einem Drittel von deutschen Exporteuren und zu etwa zwei Dritteln von den ausländischen Kunden getragen wurden; vgl. Antoine-Richard Milton: Wechselkurs und Preiswettbewerbsfähigkeit bedeutender Exportbranchen der deutschen Wirtschaft, in: RWI-Mitteilungen, 39. Jg. (1988), S. 318.

¹⁰ Dieser Aspekt wird in Zukunft noch weiter an Bedeutung gewinnen, da in den künftig expandierenden Absatzmärkten in Ostasien der Yen zunehmend den Dollar als Fakturierungs- und Transaktionswährung verdrängt. Schwellenländer, wie Taiwan, Südkorea, Hongkong, Singapur, Malaysia, die ihre Währungen immer noch mehr oder weniger eng an den Dollar gekoppelt haben, werden in Zukunft eher eine Bindung an den Yen praktizieren. Damit wird in Zukunft der D-Mark-Yen-Wechselkurs für die deutsche Wirtschaft gegenüber dem D-Mark-Dollar-Wechselkurs an Bedeutung gewinnen.

Dominik Schnichels

Reichweite der Niederlassungsfreiheit

Dargestellt am Beispiel des deutschen Internationalen Gesellschaftsrechts

EG-Bürger, die in einem anderen EG-Staat eine Niederlassung gründen, wollen wissen, an welche Rechtsvorschriften sie sich bei der Gründung der Niederlassung bei der Ausübung der Geschäftstätigkeit halten müssen. Während die bisher herrschende Auffassung davon ausgeht, daß stets die Vorschriften des Aufnahmelandes einzuhalten sind, vertritt der Autor unter Berufung auf die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs die Auffassung, daß sich die EG-Bürger unter bestimmten Voraussetzungen über die Vorschriften des Aufnahmelandes hinwegsetzen können. Dabei weist er insbesondere für den Bereich des Gesellschaftsrechts nach, daß Gesellschaften berechtigt sind, ihren Verwaltungssitz unter Wahrung ihrer Identität und ihrer Rechtsform in einen anderen EG-Staat zu verlegen.

Die Monographie wendet sich an alle, die Interesse an diesen – auch in der Praxis überaus wichtigen – Fragen des Europarechts und des Internationalen Privatrechts haben.

Der Autor ist Rechtsanwalt in Köln und beschäftigt sich vornehmlich mit Fragen des Europarechts.

1995, 218 S., brosch., 58,- DM, 452,50 öS, 58,- sFr, ISBN 3-7890-3729-X
(Schriftenreihe Europäisches Recht, Politik und Wirtschaft, Bd. 177)



Nomos Verlagsgesellschaft • 76520 Baden-Baden



überkompensieren die Vorteile eines hohen Technologiegehalts und kostengünstiger hochspezialisierter Fertigungsverfahren vielfach die Nachteile einer teuren D-Mark.

Insgesamt zeigt die Vergangenheit, daß ein niedrigerer Dollarkurs letztlich gesamtwirtschaftlich für Deutschland vorteilhafter ist als eine teure US-Währung. Zwar werden circa 18-20% der deutschen Exporte in den Dollarraum abgesetzt, doch findet ein Teil dieser Produktion schon „vor Ort“ statt, so daß Produktionskosten und Verkaufserlöse in der gleichen Währung anfallen. Und ein großer Teil der Unternehmen steht in hauptsächlicher Konkurrenz zu japanischen Anbietern, deren Währung noch stärker gegenüber dem Dollar aufgewertet hat. Schließlich gilt für sehr viele deutsche Exportprodukte, daß die preisliche Wettbewerbsfähigkeit nicht entscheidend ist, sondern Qualität, Lieferfähigkeit, Markenname, technischer Standard usw. Der Absatz ist somit vor allem mit den weltweiten Konjunkturschwankungen korreliert und reagiert nur schwach auf eine wechselkursbedingte Verteuerung¹¹. Auf der deutschen Importseite dagegen spielen die Rohstoffeinfuhren, die weitgehend in Dollar fakturiert werden, eine wichtige Rolle (circa 20-25%). Die mit einer Dollarabwertung verbundene Kostensenkung wirkt sich sowohl in der Exportindustrie als auch in der heimischen Konsumgüterindustrie und im inländischen Verbraucherpreisniveau positiv aus. Im Gegensatz zu den Prognosen der Lobbyisten der Exportwirtschaft, die schon Mitte der achtziger Jahre einen Dollarkurs von 2,50 DM als „äußerste Schmerzgrenze“ für die deutsche Volkswirtschaft bezeichneten, „existieren“ die deutschen Exportunternehmen immer noch, obwohl der Dollar gegenüber 1985 mehr als 50% seines Wertes verloren hat. Statt unter diesem dramatischen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit zusammenzubrechen, trägt die Exportwirtschaft sogar den derzeitigen Aufschwung!

Kein Grund zur Panik

Zwar haben in den letzten Jahren die Direktinvestitionen in das Ausland zugenommen, doch wurden diese Standortentscheidungen in der Vergangenheit kaum unter Wechselkursgesichtspunkten getroffen. Statt dessen werden zumeist folgende Gründe ge-

nannt: Sicherung günstiger Beschaffungsmöglichkeiten von Vorleistungen und Halbfertigwaren, Aufbau von Exportbasen, Erschließung neuer und Sicherung bestehender Märkte durch eine größere Kundennähe, bessere Marktpflege und schnellere Anpassung an die Dynamik der Auslandsmärkte, Überwindung von Importbarrieren des Auslands, steuerliche Vorteile oder geringere administrative Hindernisse im Ausland als in Deutschland. Die bisherigen Direktinvestitionen Deutschlands sind somit kein Indikator für eine wechselkursbedingte Standortchwäche, sondern sie dienen zumeist als Voraussetzung für die Sicherung und den Ausbau von Exportmärkten¹².

Auch wenn die bisherigen Ausführungen deutlich machen sollten, daß die aktuelle Dollarkursentwicklung kein Grund zur Panik für die deutsche Volkswirtschaft ist, so können doch gewisse alloкатive Folgen bei anhaltenden trendmäßigen Wechselkursveränderungen nicht ausgeschlossen werden. Zur Gewährleistung einer weltweit optimalen Allokation der Ressourcen sollten die Wechselkurse deshalb möglichst nicht von ihren „Gleichgewichtskursen“ abweichen. Die starken Dollarkursfluktuationen der letzten 23 Jahre jedoch lassen vermuten, daß der Dollar dieser Anforderung nicht oder nicht immer genügt.

Ist der Dollar falsch bewertet?

Stellungnahmen zur Dollarkursentwicklung finden sich nahezu täglich in den Medien, aber auch regelmäßig in wirtschaftswissenschaftlichen Veröffentlichungen. Häufig wird dabei eine Über- oder Unterbewertung der US-Währung diagnostiziert, obwohl es nach wie vor noch keine eindeutig zuverlässige Theorie zur Bestimmung des „richtigen“ Wechselkurses gibt. Man ist sich zwar einig, daß der gleichgewichtige Wechselkurs durch die ökonomischen Fundamentaldaten bestimmt wird, doch welche es genau sind, ist auch umstritten¹³.

Ist generell jeder Wechselkurs richtig, der eine ausgeglichene Devisenbilanz bewirkt? Oder gibt z.B. die Bedingung der gesicherten oder ungesicherten Zinsparität die richtige Entwicklung des gleichgewichtigen Wechselkurses vor? Ist mittel- oder langfristige Kaufkraftparität ein sinnvoller Maßstab? Oder wird der Referenzkurs durch ein ma-

¹¹ Bezogen auf die westdeutschen Exporte insgesamt weist eine jüngere Studie ebenfalls nach, daß die Exporte wesentlich von der Entwicklung der ausländischen Konjunktur bestimmt sind und der Einfluß des realen Außenwertes der D-Mark nur marginal ist; vgl. Jörg Döpke, Malte Fischer: Was bestimmt die westdeutschen Exporte?, in: Die Weltwirtschaft, Heft 1/1994, S. 55 ff.

¹² Vgl. Heiner Flassbeck, Dieter Schumacher, Frank Stille: Saldo der Direktinvestitionen: Kein Indikator für Standortchwäche, in: DIW-Wochenbericht, 59. Jg. (1992), S. 172.

¹³ Vgl. im folgenden und als aktuellen Überblick über die relevanten Wechselkurstheorien Peter Clark, Leonardo Bartolini, Tamin Baiyoumi, Steven Symansky: Exchange Rate and Economic Fundamentals, Occasional Paper 115, IWF, Washington 1994.

ökonomisches Gleichgewicht definiert, das internes und externes Gleichgewicht kombiniert? Aber auch internes und externes Gleichgewicht sind nicht eindeutig definiert. Für das interne Gleichgewicht werden oftmals die Kriterien Vollbeschäftigungseinkommen und niedrige Inflationsraten herangezogen, für das externe Gleichgewicht die Bedingung, daß sich Leistungsbilanzsaldo und langfristiger Kapitalbilanzsaldo (der wiederum dem Saldo zwischen gleichgewichtigem Sparen und gleichgewichtiger Investition entsprechen soll) zu Null ergänzen.

Würde man die Kaufkraftparitätentheorie als Referenz für den Dollar-Gleichgewichtskurs nehmen, so läge er weit über 2 DM pro Dollar, und der Dollar wäre derzeit stark unterbewertet. Das externe Gleichgewicht in Form des Ausgleichs des Leistungsbilanzsaldos durch entsprechende gleichgewichtige langfristige Kapitalströme wäre nach John Williamson zur Zeit etwa bei einem Dollarkurs von 1,60 DM pro Dollar erreicht¹⁴. Nimmt man als Bedingung für einen gleichgewichtigen Wechselkurs einen langfristigen Wert des Leistungsbilanzsaldos von Null an, so müßte in den USA letztlich sogar ein Handelsbilanzüberschuß aufgebaut werden, um – in dem größten Schuldnerland der Welt – die negative Zinszahlungsbilanz zu kompensieren. Für einen solchen Handelsbilanzüberschuß wäre ein Wechselkurs notwendig, der sogar deutlich unter dem derzeitigen Dollarkurs liegt.

Trendmäßiger Rückgang

Noch wesentlicher als die hier genannten Kriterien erscheint jedoch die Tatsache, daß in den letzten 50 Jahren weltweit Dollar-Portfolios aufgebaut worden sind, die einen anhaltenden Nachfragerückgang zu verzeichnen haben. Die langfristige Diversifikation der Portfolios (auch der Notenbanken) geht zunehmend zu Lasten des Dollar, der seine Funktion als „safe haven“ mittlerweile mit anderen Währungen teilt. Zugleich sind keine Anzeichen vorhanden, daß das langjährige „Zwillingsdefizit“ aus Haushaltsdefizit und Leistungsbilanzdefizit abgebaut wird. Unter Berücksichtigung der extrem niedrigen Sparquote in den USA sind hohe Kapitalimporte notwendig, um die Defizite zu finanzieren. In Anbetracht der ausgeprägten Netto-Schuldnerposition der USA sind dafür entsprechende Renditen notwendig. Deshalb muß der Dollarkurs unter Umständen sehr stark absinken, um eine genügend hohe Aufwertungserwartung zu induzieren, die Kapitalimporte wieder lukrativ macht. Der Dollar wird also aller Voraussicht nach in den nächsten Jahren trendmäßig weiter sinken, wobei ein temporäres Über- oder Unterschließen auftreten kann.

Dies wird auch nicht durch einzelne Zinssenkungsschritte in der Bundesrepublik oder Zinserhöhungen in den USA oder durch sporadische Interventionen der Notenbanken am Devisenmarkt zu verhindern sein. Durch die in den letzten Jahren verbesserte monetäre Kooperation ist es allerdings gelungen, die mittelfristigen Schwankungen des Dollar um seinen langfristigen Trend schwächer zu dimensionieren als bis Mitte der achtziger Jahre. Doch wird auch deutlich, daß den USA nicht unbedingt an einer Stärkung des Dollar gelegen ist. Die mit einer Dollarabwertung gegenüber D-Mark und Yen verbundene Inflationsgefahr ist nicht so gravierend, da der handelsgewichtete effektive Außenwert des Dollar trotzdem relativ stabil ist: Mehr als 30% des US-Handels wird mit Kanada und Mexiko abgewickelt – Währungen, gegenüber denen der Dollar gestiegen ist. Die Abwertung gegenüber D-Mark und Yen betrifft nur circa 20% des Handels. Insgesamt beträgt zudem die Importquote nur wenig über 10%, so daß Importpreise für das gesamtwirtschaftliche Preisniveau in den USA gar nicht so relevant sind. Statt dessen profitieren einzelne Exportbranchen, die auf Drittmärkten mit japanischen und deutschen Anbietern konkurrieren, von der Schwäche der US-Währung gegenüber D-Mark und Yen.

Fazit

Die mittel- und langfristigen Dollarkurs-Trends stehen in Einklang mit ökonomischen Fundamentaldaten. Diese müssen sich nicht immer in Zinsunterschieden oder Inflationsdivergenzen dokumentieren, es sind zur Zeit Tatsachen wie die weltweite Dollarlastigkeit der Portfolios sowie die anhaltend niedrige Sparquote und das hohe Staatsdefizit in den USA, die die Risikoprämie auf Dollaranlagen hochschrauben. Kurzfristige Korrekturen oder Devisenmarktinterventionen können den Kurs somit nicht dauerhaft beeinflussen. Strukturelle Daten werden auch den künftigen Dollarkurstrend prägen. Und diese sind zum Teil durch Fehlentwicklungen der Vergangenheit vorgegeben – zum Teil aber auch durch eine Korrektur der aktuellen Wirtschaftsdaten in den USA (z. B. durch geringere staatliche Absorption und eine höhere private Sparquote) veränderbar. Im übrigen: Ist die Wechselkursentwicklung mittel- und langfristig doch wesentlich durch ökonomische Fundamentaldaten geprägt, so müssen in einer Marktwirtschaft auch die daraus resultierenden Marktreaktionen und die damit verbundenen allokativen Folgen im In- und Ausland akzeptiert werden.

¹⁴ Zitiert nach: The Economist vom 11. März 1995, S. 76.