

Hermann, Christian

Article — Digitized Version

Realer Wechselkurs und gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Hermann, Christian (1996) : Realer Wechselkurs und gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 76, Iss. 9, pp. 472-480

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137390>

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.

Christian Hermann

Realer Wechselkurs und gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland

In den 90er Jahren wertete die D-Mark trotz hoher Leistungsbilanzdefizite real kräftig auf – eine Folge des Verlustes des deutschen Stabilitätsvorsprungs und der hohen Kapitalimporte im Zuge der deutschen Vereinigung. Haben die reale Aufwertung und ein sich offenbarender Konflikt zwischen den Anforderungen der Kapitalmärkte und der Gütermärkte zu den gegenwärtigen gesamtwirtschaftlichen Schwierigkeiten Deutschlands beigetragen?

Ende der 80er und zu Beginn der 90er Jahre vollzog sich ein tiefgreifender Wandel in der außenwirtschaftlichen Position der Bundesrepublik Deutschland. Wurde 1989 noch ein außerordentlich hoher Außenhandelsüberschuß von 134,6 Mrd. DM erwirtschaftet, ging dieser für Gesamtdeutschland insbesondere 1991 rapide auf nur noch 21,9 Mrd. DM zurück. In den folgenden Jahren begann er sich wieder zu erholen und erreichte 1995 wieder 91,1 Mrd. DM. Ursächlich für den raschen Rückgang des Überschusses war eine Stagnation der Exporte und eine Zunahme der Importe. Gleichzeitig wurde auch die deutsche Leistungsbilanz defizitär. Ein positiver Saldo von 107,5 Mrd. DM 1989 verwandelte sich bis 1991 in ein gesamtdeutsches Defizit von 31,9 Mrd. DM. Hierfür war zunächst die Außenhandelsentwicklung maßgeblich. Aber trotz der erneuten Zunahme des Außenhandelsüberschusses hielt sich das Leistungsbilanzdefizit in den folgenden Jahren hartnäckig auf etwa der gleichen Höhe. 1995 belief es sich auf 24,9 Mrd. DM¹.

Als Erklärung für den Rückgang des deutschen Außenhandelsüberschusses dominierte zunächst der Verweis auf den Nachfragesog im Zuge der deutschen Vereinigung². Dieser habe die heimischen Produktionsmöglichkeiten ausgelastet und die Exportanstrengungen zurückgehen lassen. Gleichzeitig habe ein Teil der zusätzlichen Nachfrage aus den neuen Ländern durch Importe gedeckt werden müssen. Verstärkt worden sei dieser Effekt durch die erlahmende Konjunktur bei wichtigen deutschen Handelspartnern,

die die Auslandsnachfrage habe zurückgehen lassen und gleichzeitig die Verkaufsanstrengungen ausländischer Firmen auf dem expandierenden deutschen Markt erhöht habe.

Als die damalige deutsche Sonderkonjunktur abflaute und die Wirtschaft in eine Rezession geriet, wurden im Rahmen der „Standortdebatte“ andere Erklärungsmuster in den Vordergrund gestellt. So leide die deutsche Wirtschaft unter zu hohen Kosten, insbesondere Lohn- und Lohnnebenkosten, die Regulierungsdichte in Deutschland sei zu hoch und die Wirtschaft sei auf wichtigen technologischen Feldern ins Hintertreffen geraten. Diese Faktoren hätten zu einem Verlust von Weltmarktpositionen geführt und seien eine wesentliche Ursache für die hartnäckige, bis heute anhaltende Wachstumsschwäche und die damit verbundenen Arbeitsmarktprobleme. Auch hätten sie zu den wachsenden deutschen Direktinvestitionen im Ausland beigetragen, während umgekehrt Ausländer sich aus diesen Gründen mit ihren Engagements in Deutschland zurückhielten.

Diese Faktoren sollen hier nicht im einzelnen diskutiert werden; die entsprechende Literatur hierzu ist inzwischen kaum noch zu übersehen³. Vielmehr soll der Blick auf die Entwicklung des Wechselkurses, insbesondere des realen Wechselkurses der D-Mark gelenkt und ihr möglicher Beitrag zu den wirtschaft-

¹ Zu einer Darstellung der Entwicklung der einzelnen Teilbilanzen der Leistungsbilanz seit der deutschen Vereinigung vgl. Deutsche Bundesbank: Zum Stand der außenwirtschaftlichen Anpassung nach der deutschen Vereinigung, in: Monatsberichte, Mai 1996, S. 49 ff.

² Vgl. z.B. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1991/92, TZ 112 ff.; O. I s i n g: Gesamtwirtschaftliche Folgen des deutschen Einigungsprozesses, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 11. August 1993, insbesondere S. 3; HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg: Strukturelle und konjunkturelle Einflüsse auf die Entwicklung der deutschen Ausfuhr, Kurzexpertise im Rahmen der Strukturberichterstattung, Hamburg 1993, insbesondere S. 50 ff.

Dr. Christian Hermann, 41, ist Referatsleiter für Wirtschaftsanalysen und Statistik im Hessischen Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesplanung. Er bringt in diesem Beitrag seine persönliche Auffassung zum Ausdruck.

lichen Problemen Deutschlands herausgearbeitet werden. Hierbei wird sich zeigen, daß Kapitalmärkte und Gütermärkte unterschiedliche Anforderungen an die Wechselkursentwicklung gestellt haben und daß dieser Konflikt zu den gesamtwirtschaftlichen Problemen beigetragen hat. Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, daß hier die Wechselkursentwicklung nicht als alleiniger Grund für die außen- und binnenwirtschaftlichen Schwierigkeiten der Bundesrepublik angesehen wird. Jedoch wird die These vertreten, daß sie hierzu einen gewissen, nicht zu unterschätzenden Beitrag geleistet hat.

Nominale und reale Wechselkursänderungen

Betrachtet man die Entwicklung des nominalen Außenwertes der D-Mark gegenüber 18 Industrieländern, mit denen der größte Teil des deutschen Außenhandels abgewickelt wird, zeigt sich, daß in der ersten Hälfte der 80er Jahre der nominale Wechselkurs der D-Mark im wesentlichen konstant blieb. Dagegen wertete die D-Mark sowohl in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts als auch in den 90er Jahren gegenüber den Währungen dieser Ländergruppe im Durchschnitt beträchtlich auf. Bei den einzelnen Währungen ergaben sich im Gesamtzeitraum und in allen Teilperioden zwar durchaus unterschiedliche Entwicklungen. So blieb der nominale Außenwert beispielsweise gegenüber den Währungen der Niederlande und Österreichs praktisch konstant. Gegenüber den Währungen der Schweiz und insbesondere Japans verlor die D-Mark im Gesamtzeitraum an Wert. Ihr Wert im Vergleich zum US\$ unterlag bekanntermaßen im Zeitablauf erratischen Schwankungen. Insgesamt ergibt sich aber doch das Bild einer recht deutlichen nominalen Aufwertung der D-Mark seit Mitte der 80er Jahre.

Um die Auswirkungen von Wechselkursveränderungen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft beurteilen zu können, ist es jedoch nicht ausreichend, die nominalen Wechselkurse zu betrachten. Es ist vielmehr auch wichtig, Unterschiede in den nationalen Inflationsraten zu berücksichtigen. Inflationiert das Ausland stärker als das Inland, schwächt dies einen eventuellen Aufwertungseffekt ab. Im Rahmen der Währungstheorie sind unterschiedliche Entwicklungen der Kaufkraft auch ein wesentlicher Faktor bei der Bestimmung der Wechselkurse. Sie sollen innerhalb eines gewissen Rahmens Unterschiede in den Inflationsraten zwischen den einzelnen Ländern ausgleichen⁴. In einer Untersuchung kam die Bundesbank auch zu dem Ergebnis, daß in mittelfristiger Perspektive die Wechselkurse der Entwicklung der Kaufkraftparitäten folgen⁵.

In der ersten Hälfte der 80er Jahre erreichten die Inflationsraten in den dargestellten Ländern zwar be-

Tabelle 1
Veränderung des nominalen Außenwertes der D-Mark gegenüber ausgewählten Ländern
(in %)

Land	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1980-1995
Belgien	+25,4	+2,5	-0,5	+27,8
Frankreich	+31,3	+10,4	+3,5	+49,8
Großbritannien	+11,6	+31,5	+27,2	+86,7
Italien	+38,1	+14,4	+53,4	+141,6
Niederlande	+3,1	-0,0	-0,5	+2,5
Österreich	-1,3	+0,1	0,0	-1,2
Schweiz	-9,6	+3,1	-4,1	-10,6
Japan	-35,0	+10,5	-26,7	-47,4
USA	-37,9	+81,3	+12,5	+26,7
18 Industrieländer	+1,7	+20,3	+10,0	+34,6

Quellen: Deutsche Bundesbank: Devisenkursstatistik, Statistische Beihefte zum Monatsbericht; eigene Berechnungen.

Tabelle 2
Veränderung des Niveaus der Verbraucherpreise in ausgewählten Industrieländern
(in %)

Land	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1980-1995
Belgien	+40,6	+11,0	+12,9	+76,2
Frankreich	+57,1	+16,4	+11,6	+105,2
Großbritannien	+41,5	+33,4	+18,2	+123,1
Italien	+93,1	+31,8	+27,5	+224,6
Niederlande	+22,6	+3,8	+14,4	+45,5
Österreich	+26,8	+11,4	+17,2	+65,5
Schweiz	+23,3	+13,3	+16,8	+63,2
Japan	+14,6	+6,9	+7,3	+31,4
USA	+30,6	+21,4	+16,7	+84,9
Deutschland	+21,0	+6,9	+17,7	+52,3

Quellen: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1995/96; ab 1993: OECD: Latest Trends in Consumer Prices, SG/COM/NEWS(96)38; eigene Berechnungen.

³ Eine differenzierte Darstellung wichtiger Punkte findet sich bei M. Heise: Die deutsche Wirtschaft im internationalen Standortwettbewerb, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 73. Jg. (1993), H. 7, S. 348 ff.; vgl. hierzu auch D. Schumacher: Zur technologischen Wettbewerbsfähigkeit der westdeutschen Wirtschaft. Eine ökonomische Beurteilung im längerfristigen und internationalen Vergleich, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung 2/95, S. 232 ff.; skeptisch zur Existenz einer Standortproblematik L. Lindlar: Hat Westdeutschland ein Standortproblem?, in: DIW-Wochenbericht 38/1995, S. 653 ff.; vgl. zu dieser Thematik auch J. O. Lorz: Indikatoren zur Beurteilung der Standortqualität – Ein methodischer Überblick und ein neuer Ansatzpunkt am Beispiel Westdeutschlands, in: Weltwirtschaft, 4/1994, S. 448 ff.

⁴ Dies gehört zu den Standardtheoremen der außenwirtschaftlichen Lehrbücher; vgl. z.B. K. Rose: Theorie der Außenwirtschaft, 8. Auflage, München 1981, S. 91 ff.

⁵ Deutsche Bundesbank: Entwicklung und Bestimmungsfaktoren des Außenwertes der D-Mark, in: Monatsberichte, November 1993, S. 41 ff.; vgl. hierzu auch Deutsche Bundesbank: Gesamtwirtschaftliche Bestimmungsgründe der Entwicklung des realen Wechselkurses der D-Mark, in: Monatsberichte, August 1995, S. 19 ff.

trächtliche Höhen. Die Preise in Deutschland stiegen jedoch in einem geringeren Umfang als in den meisten übrigen Ländern. Dieser deutsche Stabilitätvorsprung blieb in der zweiten Hälfte dieses Jahrzehnts bei insgesamt deutlich verringerter Inflation erhalten. In der ersten Hälfte der 90er Jahre hielten sich die Preissteigerungen nun in den übrigen Ländern im allgemeinen in etwa auf dem Niveau des vorangegangenen Jahrzehnts. Sie erhöhten sich zwar in einigen Ländern, in anderen, insbesondere in Ländern, die vorher eine hohe Inflationsrate aufwiesen, bildeten sie sich zurück. In Deutschland stieg jedoch die Inflation spürbar.

Aus dem Zusammenspiel von nominaler Aufwertung und Unterschieden in den Inflationsraten ergibt sich in den einzelnen Teilzeiträumen nun ein unterschiedliches Verhalten des realen Wechselkurses der D-Mark gegenüber dem Durchschnitt der 18 wichtigsten Industrieländer. In der ersten Hälfte der 80er Jahre schlug sich die im Vergleich zu den anderen Ländern geringere Inflationsrate in einer realen Abwertung der D-Mark nieder, da der nominale Wechselkurs im wesentlichen konstant blieb. In der zweiten Hälfte der 80er Jahre glich die Entwicklung des nominalen Wechselkurses die Inflationsdifferenzen in etwa aus. Dies bewirkte eine Konstanz des realen Wechselkurses. Im bisherigen Verlauf der 90er Jahre wirkte sich die anhaltende nominale Aufwertung der D-Mark auch als reale Aufwertung aus, da der Stabilitätvorsprung der D-Mark verlorengegangen war. Seit 1991 nahm der reale Außenwert der D-Mark gegenüber den 18 Industrieländern um über 12% zu. Im Vergleich zu

einzelnen Ländern fiel die Aufwertung noch deutlicher aus. Lediglich gegenüber dem Japanischen Yen gab es eine kräftige, gegenüber dem Schweizer Franken eine leichte reale Abwertung.

Wirkungen der realen Aufwertung

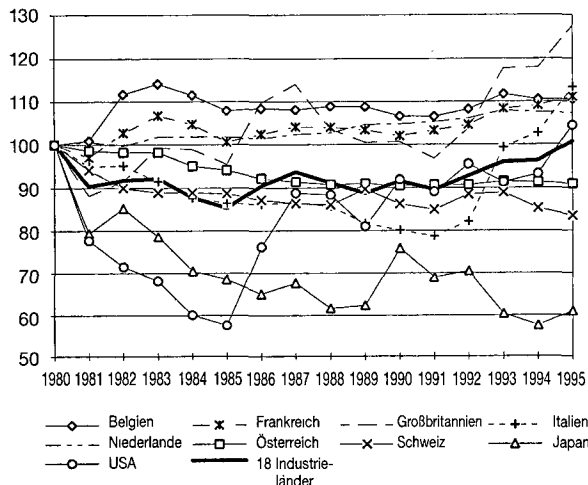
Die Wirkungen dieses realen Aufwertungsprozesses der D-Mark liegen auf der Hand. Ceteris paribus werden Exporte verteuert und damit für heimische Unternehmen erschwert, während umgekehrt Importe verbilligt und damit erleichtert werden. Grundsätzlich können die Exporteure bei konstanten DM-Preisen die sich ergebenden Absatzverluste hinnehmen, oder sie können versuchen, durch Preiszugeständnisse ihren Marktanteil zu halten und so eine sinkende Gewinnspanne in Kauf nehmen. In der Realität wird vermutlich eine Mischung aus beiden prinzipiellen Reaktionsmustern vorherrschen. In jedem Fall sehen sich heimische Unternehmen aber wachsenden Schwierigkeiten auf ihren Auslandsmärkten gegenüber.

Entwicklungen von Wechselkursen oder gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus in einzelnen Ländern sind für individuelle Unternehmen Daten, die außerhalb ihres unmittelbaren Einflusbereichs liegen. Zu ihrer Beeinflussung steht ihnen kein Handlungsinstrumentarium zur Verfügung. Auf einzelwirtschaftlicher Ebene erscheinen ihnen ihre Absatzprobleme bzw. ihre gedrückten Gewinnmargen als Folge zu hoher Produktionskosten. Diese wiederum können von ihnen durch entsprechende Anpassungsmaßnahmen beeinflusst werden. Dies gilt insbesondere für die Lohnkosten im eigenen Betrieb. Makroökonomische Veränderungen äußern sich so in scheinbar einzelwirtschaftlichen Kostenproblemen. In einer intensiv mit dem Ausland verflochtenen Wirtschaft wie der deutschen wirkt sich der Druck, dem die überdurchschnittlich exportierenden Wirtschaftszweige bzw. Unternehmen unterliegen, über interne Lieferbeziehungen auch rasch auf die Branchen aus, deren Auslandsbeziehungen weniger ausgeprägt sind. Eine stagnierende Exportentwicklung dämpft über Kreislauf- bzw. Multiplikatorwirkungen die gesamte ökonomische Aktivität im Inland. Auch binnenorientierte Unternehmen sehen sich dann auf ihren Märkten den gleichen Problemen gegenüber wie exportierende Firmen.

Abkoppelung von der Wettbewerbsfähigkeit

Ein Teil der gestiegenen Kostenbelastung der deutschen Wirtschaft und der damit verbundenen Klagen beruht also auf einer Verschiebung der internationalen Währungsrelationen. Dieser Befund wird auch durch

Abbildung 1
Realer Außenwert der D-Mark
(1980 = 100)



Quellen: Siehe Tabelle 1 und 2.

Hinweise unterstützt, daß die Zunahme der Lohnstückkosten in nationaler Währung für Deutschland mit Ausnahme nur weniger Jahre unter den entsprechenden Werten für wichtige Handelspartner liegt⁶. Dies deutet darauf hin, daß die hohe Kostenbelastung der Wirtschaft demnach nicht vorrangig auf der binnenwirtschaftlichen, sondern auf der außenwirtschaftlichen Entwicklung beruht, in deren Rahmen Währungsrelationen eine wichtige Rolle spielen. Solange Verschiebungen der Wechselkurse die relative internationale Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften, repräsentiert durch unterschiedliche Kosten- und dadurch bedingt Preisentwicklungen, widerspiegeln, kann dies zwar für einzelne Branchen Schwierigkeiten mit sich bringen, stellt aber kein gesamtwirtschaftliches Problem dar. Dies wäre vielmehr ein Teil des normalen strukturellen Wandels. Ein gesamtwirtschaftliches Problem kann aber dann entstehen, wenn sich die Wechselkurse von der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit lösen. Dies dürfte in Deutschland in den letzten Jahren der Fall gewesen sein.

Diesem Befund einer problematischen Exportentwicklung scheinen auf den ersten Blick die wieder zunehmenden Außenhandelsüberschüsse und die Tatsache zu widersprechen, daß die Exporte in der gegenwärtig insgesamt zur Stagnation neigenden Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts eine noch relativ dynamische Komponente sind. Jedoch ist die Höhe der Ausfuhren nicht allein von der preislichen Seite, repräsentiert durch den realen Wechselkurs, abhängig, sondern auch von der Höhe der Nachfrage, repräsentiert durch das Wachstum des Welthandels. Es ist zwar nicht möglich festzustellen, wie die wirtschaftliche, insbesondere die außenwirtschaftliche Entwicklung der Bundesrepublik ohne die reale Aufwertung der D-Mark gewesen wäre, jedoch scheinen die deutschen Exporteure in den letzten Jahren Welt handelsanteile eingebüßt zu haben⁷. Es läßt sich mit einigem Recht vermuten, daß dies auch in einem unmittelbaren Zusammenhang mit den Veränderungen

der Wechselkurse steht. Für diese Vermutung spricht auch eine Untersuchung der Bundesbank aus jüngster Zeit, die bestätigt, daß die deutschen Ausfuhren in einem durchaus beträchtlichen Umfang auf Preis- bzw. Wechselkursänderungen reagieren⁸. Ohne die reale Aufwertung der D-Mark hätten sich also die deutschen Exporte dynamischer entwickelt und die Konjunktur in einem größeren Maße stützen können.

Ein eventueller Hinweis darauf, daß der reale Wechselkurs der D-Mark gegenüber dem Durchschnitt der 18 Industrieländer in den 90er Jahren wieder das Niveau des Jahres 1980 erreicht hat, daß damals mit diesen Währungsverhältnissen für die Wirtschaft keine Probleme verbunden gewesen seien und dies daher auch heute eigentlich keine Probleme verursachen dürfte, verkennt, daß sich die Wirtschaft in den 80er Jahren an die damals neuen Verhältnisse angepaßt hat. Denn in der zweiten Hälfte der 80er bis zum Beginn der 90er Jahre blieb der reale Wechselkurs im wesentlichen konstant. Um so stärker mußte dann die rasche, relativ hohe reale Aufwertung als Belastung empfunden werden.

Entwicklung der Direktinvestitionen

An dieser Stelle sei auch auf einen anderen Aspekt in der „Standortdebatte“ hingewiesen, die zunehmenden deutschen Direktinvestitionen im Ausland und die gleichzeitig geringen Anlagen von Ausländern im Inland. In der Tat schwankten die Neuanlagen von Beteiligungskapital durch Inländer im Ausland von 1986 bis 1989 jährlich zwischen 16,3 Mrd. DM (1987) und 26,6 Mrd. DM (1989). 1990 ergab sich eine sprunghafte Zunahme auf 41,9 Mrd. DM. Bis 1993 ging dieser Betrag wieder allmählich auf 31,8 Mrd. DM zurück. 1995 erreichte er aber mit 58,0 Mrd. DM seinen bisher höchsten Wert. Dem stand eine in absoluten DM-Beträgen nur relativ geringe Zunahme der entsprechenden ausländischen Anlagen in Deutschland gegenüber.

Die Motive, die ein Unternehmen zu Auslandsinvestitionen veranlassen, sind mit Sicherheit vielfältiger Natur. Jedoch sollte beachtet werden, daß durch die Aufwertung die D-Mark auch an Kaufkraft gewonnen hat. Dies verbilligt *ceteris paribus* für Inländer den Erwerb von Unternehmensbeteiligungen im Ausland, während derartige Investitionen in Deutschland umgekehrt für Ausländer verteuert werden. Verstärkt wird die Neigung von Inländern zu Auslandsengagements in Zusammenhang mit der tendenziellen DM-Aufwertung auch dadurch, daß Exporte von Deutschland aus erschwert werden. Dies kann Unternehmen neben anderen Gründen dazu veranlassen, ausländische Märkte

⁶ Vgl. hierzu Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung: Grundlinien der Wirtschaftsentwicklung, in: DIW-Wochenbericht 1/1995, insbesondere S. 22.

⁷ Vgl. hierzu sehr differenziert Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1993/94, TZ 183 ff. Die hier dargestellten Daten reichen bis 1992. Bis zu diesem Jahr fiel demnach der Marktanteilsverlust deutscher Exporteure nur sehr gering aus. Jedoch ergab sich in den folgenden Jahren, insbesondere 1993, ein größerer Rückgang des deutschen Weltexportanteils; vgl. hierzu Institut der deutschen Wirtschaft: iw-trends 1/1996, S. 3.

⁸ Deutsche Bundesbank: Reale Wechselkurse als Indikator der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, in: Monatsberichte, Mai 1994, insbesondere S. 57 ff.

te künftig durch Produktionsstandorte im Ausland zu bedienen. Zu den hohen Auslandsanlagen 1995 mag außerdem auch beigetragen haben, daß sich die Gewinne der Unternehmen nach der Rezession 1993 wieder erholt haben, daß aber angesichts der schleppenden Konjunktorentwicklung im Inland lohnende Investitionsmöglichkeiten fehlen. Die gleichen Faktoren, die für Inländer die relative Attraktivität von Unternehmensbeteiligungen im Ausland steigern, vermindern umgekehrt die Neigung von Ausländern, sich in Deutschland zu engagieren. Es sei nochmals betont, daß die Wechselkursentwicklung sicherlich nicht der einzige Grund für die Entwicklung der Direktinvestitionen von Inländern und Ausländern in den letzten Jahren war. Es spricht aber einiges dafür, daß sie zu dieser Entwicklung zumindest einen gewissen, allerdings wohl kaum zu quantifizierenden Beitrag geleistet hat.

Die Ursachen der realen Aufwertung

An diese Beschreibung der Wirkungen der Veränderung realer Wechselkursverhältnisse schließt sich die Frage nach den möglichen Ursachen dieser Entwicklung an. Die Veränderung des realen Wechselkurses ist das Ergebnis der Veränderung von nominalem Wechselkurs und Unterschieden in der Veränderung der jeweiligen nationalen Preisniveaus. Oben war bereits festgestellt worden, daß Deutschland in den 90er Jahren seinen traditionellen Stabilitätsvorsprung gegenüber vielen Handelspartnern verloren hatte und daß sich die nominale Aufwertung der D-Mark weiterhin fortsetzte, obwohl in dieser Zeit die Leistungsbilanz ein für deutsche Verhältnisse hohes Defizit aufwies. Hiermit sind zwei Fragen verbunden:

- Warum bestand der deutsche Stabilitätsvorsprung in den 90er Jahren nicht mehr?
- Warum wertete die D-Mark trotz des Defizits in der Leistungsbilanz weiter auf?

In der Folge der deutschen Vereinigung erhöhte sich die Nachfrage in Deutschland wegen des Nach-

holbedarfs der Bürger aus den neuen Bundesländern sprunghaft und trieb die Auslastung der Produktionskapazitäten weit über das normale Maß hinaus⁹. Gespeist wurde diese Nachfrage zum einen aus den Gut haben, die im Zuge der deutschen Währungsunion in D-Mark umgetauscht wurden, zum anderen aus den Transfers, die über verschiedene Kanäle aus dem Westen Deutschlands in den Osten flossen. Im Westen führte dies über Rückflüsse im wirtschaftlichen Kreislauf zu steigenden Einkommen, die die Wirtschaft weiter ankurbelten. Im wesentlichen handelte es sich um ein klassisch keynesianisches Nachfrageprogramm, aus dem sich wegen der hohen Auslastung der Kapazitäten eine Tendenz zu steigenden Preisen ergab. Dennoch blieben insgesamt die Preissteigerungen bei Verbrauchs- und Gebrauchsgütern in ihrer absoluten Höhe relativ moderat. Von 1991 bis 1995 erhöhte sich das Preisniveau dieser Gütergruppe in Westdeutschland lediglich um 7,7%, während die Preise aller Güter des privaten Verbrauchs um 12,5% stiegen.

Steigende Preise

Die eigentliche Ursache der inflationären Tendenzen in den alten Ländern waren aber die steigenden Preise für die Wohnungsnutzung und für Dienstleistungen¹⁰. Diese erhöhten sich von 1991 bis 1995 um 21,0% (Wohnungs- und Garagennutzung) bzw. um 17,3% (Dienstleistungen und Reparaturen). Wesentlich verursacht wurde dies einmal durch die zu Beginn der 90er Jahre hohe Zuwanderung, aber auch durch eine gestiegene Wohnungsnachfrage der einheimischen Haushalte¹¹. Diese Faktoren ließen die Nachfrage nach Wohnraum besonders in den Ballungsgebieten steil ansteigen und führten zu den erwähnten hohen Mietsteigerungen. Hinzu kam, daß vor allem die Gemeinden versuchten, Einnahmeausfälle, die durch die Finanzierung der Transfers in den Osten Deutschlands verursacht worden waren, durch erhöhte Gebühren für ihre Dienstleistungen auszugleichen. Hierdurch stiegen die Nebenkosten des Wohnens, aber auch die Preise für andere öffentliche Dienstleistungen¹². Die beiden letztgenannten Ursachen – steigende Mieten und Dienstleistungspreise – hielten die Preissteigerungen auch auf einem weiterhin hohen Niveau, als der Vereinigungsboom bereits abgeflaut war und sich der Anstieg der übrigen Preise trotz ihres bereits relativ geringen Niveaus weiter zurückgebildet hatte.

In den anderen Staaten gab es dagegen damals im allgemeinen keine Tendenz zu zunehmenden Preissteigerungen, eher im Gegenteil. Dies beruhte zum ei-

⁹ Vgl. hierzu z.B. die grafische Darstellung beim Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1995/96, TZ 43 ff.

¹⁰ Die damals ebenfalls hohen Preissteigerungen in den neuen Bundesländern sollten hier nicht berücksichtigt werden, da es sich hier im wesentlichen um die Anpassung verzerrter Preisstrukturen handelte.

¹¹ Die Zuwanderung wurde wesentlich gespeist durch Aussiedler und Bürger aus den neuen Bundesländern. Die steigende Nachfrage der heimischen Haushalte beruhte auf verschiedenen Ursachen, z.B. auf der langfristigen Tendenz zu kleineren Haushalten oder auf den mit steigenden Einkommen zunehmenden Wohnraumansprüchen.

¹² Auch die Preise privater Dienstleistungen stiegen überdurchschnittlich. Hier dürfte sich ausgewirkt haben, daß diese Güter in einem geringeren Umfang als industrielle Produkte dem internationalen Wettbewerb unterliegen.

nen auf der konjunkturellen Entwicklung. Denn in vielen Ländern gingen die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts zurück, bzw. es stellte sich eine Rezession ein, von der die Bundesrepublik zunächst wegen der Sonderkonjunktur im Rahmen des Vereinigungsbooms noch verschont blieb. Zum anderen begann in den Ländern der Europäischen Union ein wirtschaftlicher Konvergenzprozeß zu wirken, der zu einer Annäherung der Inflationsraten führte und seinen Niederschlag auch in dem Vertrag von Maastricht fand, der seinerseits diesen Konvergenzprozeß weiter verstärkte.

Umschwung bei der Kapitalverkehrsbilanz

Wenn sich die außenwirtschaftliche Position eines Landes so stark verschlechtert wie die der Bundesrepublik zu Beginn der 90er Jahre, gerät seine Währung im allgemeinen unter Abwertungsdruck, außer diese Tatsache wird als vorübergehende Erscheinung eingeschätzt. Dies könnte für einige Zeit der Fall gewesen sein. Inzwischen weist die deutsche Leistungsbilanz bereits seit fünf Jahren ein beträchtliches Defizit auf, so daß nicht mehr von einem einmaligen Ereignis gesprochen werden kann. Hieran schließt sich die Frage an, wieso sich der Außenwert der D-Mark in nominaler Betrachtung weiter erhöhte.

Dies lenkt den Blick auf die Kapitalverkehrsbilanz. Bis zum Jahr 1990 exportierte die Bundesrepublik per saldo in beträchtlichem Umfang Kapital in Form von Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen und Krediten. Der Saldo des Kapitalverkehrs schwankte zwar beträchtlich, jedoch ist die grundsätzliche Tendenz eines anhaltenden Kapitalexports eindeutig. In den Jahren von 1986 bis 1990 exportierte die Bundesrepublik kumuliert 474,5 Mrd. DM. Dies entspricht auch der

weltwirtschaftlichen Funktion eines kapitalreichen Landes.

Ab 1991 änderte sich das Bild der Kapitalverkehrsbilanz tiefgreifend. Das vereinigte Deutschland wurde nun in einem beträchtlichen Umfang zum Kapitalimportland. Der Saldo der Kapitalverkehrsbilanz zeigte zwar wie in den Jahren zuvor weiterhin große Schwankungen, jedoch kam es seit 1991 in jedem Jahre zu einem Kapitalzustrom. Der kumulierte Kapitalimport in den Jahren 1991 bis 1995 belief sich auf 241,3 Mrd. DM. Dieser erfolgte in Form von Wertpapierverkäufen und von Kreditaufnahmen, während in Form von Direktinvestitionen weiterhin ein Kapitalexport stattfand. Betrachtet man die Entwicklung des Auslandsvermögensstatus nach Sektoren, so zeigt sich, daß Unternehmen und Privatpersonen weiterhin Kapitalvermögen im Ausland bildeten. Der Kapitalimport entfällt zum wesentlichen Teil auf die öffentliche Hand, zu einem geringeren Teil auf die Kreditinstitute. In diesem Umschwung in der Kapitalverkehrsbilanz spiegelt sich der hohe Kapitalbedarf für den Aufbau in den neuen Bundesländern wider. Ausländische Anleger waren also in beträchtlichem Ausmaß bereit, insbesondere öffentlichen Institutionen Kapital zur Verfügung zu stellen.

Beachtet werden sollte allerdings, daß private inländische Anleger auch deshalb Kapital exportierten, um die Zahlung von Steuern auf Zinserträge zu vermeiden. Die ins Ausland transferierten Beträge flossen dann zu einem wesentlichen Teil wieder ins Inland zurück¹³. Dieser Faktor trägt sicherlich dazu bei, daß

¹³ Vgl. hierzu auch Deutsche Bundesbank: Aufkommen und ökonomische Auswirkungen des steuerlichen Zinsabschlages, in: Monatsberichte, Januar 1994, S. 45 ff.

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

KONJUNKTUR VON MORGEN

Jahresbezugspreis
DM 135,-
ISSN 0023-3439

Der vierzehntäglich erscheinende Kurzbericht des HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg über die Binnen- und Weltkonjunktur und die Rohstoffmärkte

NOMOS VERLAGSGESELLSCHAFT BADEN-BADEN

das Ausmaß der Zunahme der Auslandsverschuldung durch die obigen Daten überschätzt wird, ändert aber nichts daran, daß die Bundesrepublik durch den hohen Kapitalbedarf nach der deutschen Vereinigung zu einem Kapitalimportland geworden ist.

Veränderung der Nachfragestruktur nach D-Mark

Der Umschwung in den Salden der Leistungsbilanz und der Kapitalbilanz bewirkte eine Veränderung der Nachfragestruktur nach D-Mark auf den Devisenmärkten. In den 80er Jahren beruhte die Nachfrage nach D-Mark auf den Devisenmärkten idealtypisch auf dem Bedarf von Ausländern, um Importe aus Deutschland zu finanzieren. Diese Gelder wurden von Inländern über die internationalen Kapitalmärkte wieder anderen Ländern zur Verfügung gestellt und so Vermögen im Ausland gebildet. In den 90er Jahren stammte die Nachfrage nach D-Mark dagegen per saldo aus Deutschland selbst, um den gestiegenen Kapitalbedarf für den Aufbau der neuen Bundesländer zu befriedigen. Beides führte an den Devisenmärkten letztlich zu nominalen Aufwertungen der D-Mark. Im Unterschied zu den 80er Jahren ging aber die Initiative in den 90er Jahren nicht von den Gütermärkten, sondern von den Finanzmärkten aus. Insoweit erzeugen diese dann Anpassungsbedarf für die Gütermärkte bzw. die Produktionsbeziehungen.

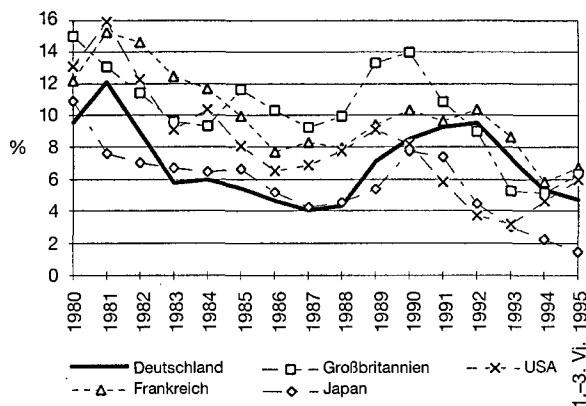
Aus dem gewachsenen deutschen Kapitalbedarf ergeben sich auch Auswirkungen auf das Zinsniveau. Hier interessiert weniger die Veränderung des absoluten Zinsniveaus auf den Märkten für kurz- und langfristiges Kapital, sondern vielmehr das deutsche Zinsniveau im Vergleich zu anderen wichtigen Ländern. In den 80er Jahren lagen die Zinsen sowohl für kurzfristiges als auch für langfristiges Kapital in Deutschland im internationalen Vergleich stets im unteren Bereich anderer wichtiger Industrieländer. Dies war sicherlich auch eine Folge des hohen Kapitalangebots in Deutschland, das wie dargestellt zu beträchtlichen Kapitalexporten führte. In den 90er Jahren verändert sich jedoch das Bild. Generell werden die Unterschiede zwischen den Zinsen geringer. Hierzu dürfte neben dem Kapitalbedarf auch die oben dargestellte Verringerung der Inflationsdifferenzen beigetragen haben. Die deutschen Zinsen liegen jedoch nicht mehr im unteren Bereich des Spektrums, sondern nunmehr etwa in dessen Mitte. Das relative deutsche Zinsniveau ist also gestiegen.

Bei einem gestiegenen Kapitalbedarf ist dies einerseits sicherlich zum Teil ein üblicher Prozeß. Andererseits stellt sich aber die Frage, ob der Anstieg des re-

lativen Zinsniveaus in diesem Ausmaß notwendig gewesen ist, um ausländisches Kapital anzuziehen. Denn gleichzeitig setzte sich auch die nominale Aufwertung der D-Mark fort. Ausländische Anleger profitierten also bei einer Investition ihres Kapitals in DM-Anlagen von dem gestiegenen deutschen Zinsniveau und von Währungsgewinnen. Angesichts der tendenziellen Angleichung der Zinsniveaus spricht manches dafür, daß die in Deutschland erzielbare Rendite höher gewesen ist als die, die in anderen Ländern erreichbar gewesen wäre.

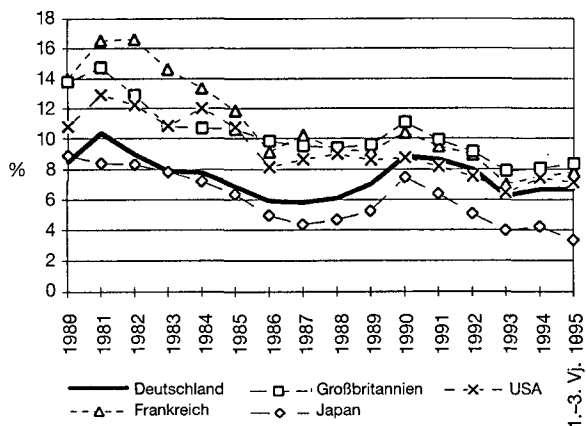
Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, daß man angesichts des hohen Kapitalzustroms nach Deutschland nicht generell davon sprechen kann, daß

Abbildung 2
Kurzfristige Zinsen in ausgewählten Ländern



Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage: Jahresgutachten 1995/96.

Abbildung 3
Langfristige Zinsen in ausgewählten Ländern



Quelle: wie Abbildung 2.

Ausländer grundsätzlich nicht bereit gewesen sind bzw. bereit sind, ihr Kapital in Deutschland anzulegen. Investitionen in Kredite und Wertpapiere wurden in einem beträchtlichen Umfang getätigt. Dieses wäre nicht geschehen, wenn die Zweifel am „Standort Deutschland“ zu groß gewesen wären. Die Direktinvestitionen blieben jedoch relativ gering.

Geldpolitik der Bundesbank

Die Erhöhung des relativen deutschen Zinsniveaus lenkt den Blick auf die in dieser Zeit verfolgte Geldpolitik der Bundesbank. In den 90er Jahren verfolgte die Bundesbank bis lange in den beginnenden Abschwung hinein eine restriktive Geldpolitik. Begründet wurde dies zum einen mit den relativ hohen Preissteigerungen im Inland, zum anderen mit der Notwendigkeit der Sicherung der Währung nach außen. Hierdurch sollten vor allem Abwertungserwartungen vermieden werden. Für die Geldpolitik ergab sich ein Konflikt zwischen der Sicherung der Währung nach innen und außen sowie den Anforderungen der Konjunkturpolitik¹⁴.

Im Rückblick stellt sich die Frage, ob in diesem Konflikt stets die richtigen Entscheidungen getroffen wurden. Oben war festgestellt worden, daß ein wesentlicher Teil der Preissteigerungen in Deutschland auf der Entwicklung der Mieten und der öffentlichen Dienstleistungen beruhte. Hohe Zinsen erscheinen wenig geeignet, den Anstieg von Mietpreisen zu dämpfen. Dies gilt auch für die Verteuerung von öffentlichen Leistungen, die vorgenommen wurden, um Defizite in den Haushalten zu vermindern. Insofern lag der damaligen Geldpolitik ein Verkennen der Inflationsstruktur zugrunde. Es handelte sich weniger um eine generelle Geldentwertung, sondern eher um eine Anpassung der relativen Preise, die angesichts vielfacher Rigiditäten auf den Märkten in der Regel auch mit einer Erhöhung des allgemeinen Preisniveaus verbunden ist. In dieser Situation ein Sinken anderer Preise durch eine restriktive Geldpolitik erzwingen zu wollen, mußte die sich anbahnende Rezession verschärfen. Unter binnenwirtschaftlichen Gesichtspunkten war die damalige Geldpolitik also verfehlt¹⁵.

Schwieriger ist die Geldpolitik unter außenwirtschaftlichen Gesichtspunkten zu beurteilen. Ange-

sichts eines hohen Kapitalbedarfs im Inland mußte ausländischen Anlegern eine attraktive Rendite geboten werden, um die notwendigen Beträge ins Land zu locken. Allein dieser Faktor hätte bereits als Folge eines normalen Marktprozesses auch ohne Einfluß der Bundesbank für tendenziell steigende Zinsen gesorgt. Hinzu kommt, daß die Geldpolitik keine Abwertungserwartungen aufkommen lassen wollte. Dies ist zumindest teilweise gut begründet. Denn wenn die Kapitalgeber mit einer Abwertung der D-Mark gerechnet hätten, wäre ein höheres Zinsniveau erforderlich gewesen, um die erwarteten Wechselkursverluste auszugleichen.

In der Retrospektive drängt sich allerdings der Eindruck auf, daß die Geldpolitik auch unter außenwirtschaftlichen Gesichtspunkten über das Ziel hinausgeschossen ist. Angesichts der Angleichung der Zinsniveaus wichtiger Länder wäre vermutlich eine weniger restriktive Politik mit dem Ziel eines relativ konstanten Wechselkurses angemessen gewesen. Dies gilt auch deshalb, da andere Notenbanken der EWS-Währungen bei einer entsprechenden Politik der Bundesbank ebenfalls Zinssenkungen vorgenommen hätten. Die Hochzinspolitik der Bundesbank stand angesichts ihrer Dominanz im EWS geraume Zeit einem europäischen Zinssenkungsprozeß entgegen. Vermutlich wäre wegen der Verringerung der Unterschiede in den Preissteigerungsraten auch die reale Aufwertung der D-Mark weitgehend unterblieben. Diese Beurteilung beruht allerdings auf dem Wissen um die inzwischen eingetretenen Konsequenzen der damals getroffenen geldpolitischen Entscheidungen, die in einer Zeit großer politischer und wirtschaftlicher Umwälzungen unter einer entsprechenden Unsicherheit getroffen wurden.

Kapitalmarktdominierte Wechselkursbestimmung

In den Entwicklungen der vergangenen Jahre zeigen sich für die Geldpolitik Konflikte zwischen binnenwirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Erfordernissen. Innerhalb der außenwirtschaftlichen Belange ergeben sich wiederum Konflikte zwischen den Bedürfnissen der exportierenden Wirtschaft bzw. den betroffenen Arbeitsplätzen und den zu berücksichtigenden möglichen Reaktionen der internationalen Kapitalmärkte. Diese Konflikte haben zum Teil schon immer bestanden. Mit der zunehmenden Globalisierung und der zunehmenden Integration aller Märkte, in die-

¹⁴ Bereits traditionell räumt die Bundesbank der Geldwertstabilität einen weit höheren Rang als konjunkturpolitischen Erfordernissen ein. Vgl. auch die Begründungen der Bundesbank für ihre Geldpolitik, z.B. Deutsche Bundesbank: Die Wirtschaftslage in Deutschland im Winter 1992/93, in: Monatsberichte, Februar 1993, insbesondere S. 12 ff.; oder Deutsche Bundesbank: Das Geldmengenziel für das Jahr 1994, in: Monatsberichte, Januar 1994, insbesondere S. 23.

¹⁵ Die Geldpolitik der Bundesbank wurde in der damaligen Zeit auch heftig kritisiert; vgl. z.B. stellvertretend R. Pohl: Deutsche Geldpolitik wirkt prozyklisch, in: DIW-Wochenbericht 10/1993.

sem Zusammenhang aber vor allem der Kapitalmärkte, treten sie jedoch deutlicher hervor.

Für die D-Mark kommt hinzu, daß ihr in den 80er Jahren zunehmend die Rolle einer internationalen Reserve- und Anlagewährung – neben dem US\$ und auch dem japanischen Yen, der in der gleichen Zeit ebenfalls an Bedeutung gewonnen hat – zugefallen ist¹⁶. Diese Entwicklung ist sicherlich durch den hohen Kapitalimport und dem damit verbundenen Verkauf von DM-Anlagen nach der deutschen Einheit noch zusätzlich verstärkt worden. Die gestiegene Bedeutung als Reserve- und Anlagewährung erfordert in einem zunehmenden Maße die Berücksichtigung von möglichen Reaktionen auf den globalen Finanzmärkten. Dies bedeutet wiederum, daß die binnenwirtschaftlichen Erfordernisse für die Gestaltung der Geldpolitik weiter in den Hintergrund treten könnten. Über den Wechselkurs der D-Mark würden dann letztlich primär die Bewegungen an den Kapitalmärkten und nicht mehr die güterwirtschaftlichen Ströme entscheiden.

Aus güterwirtschaftlicher und finanzwirtschaftlicher Sicht können sich aber durchaus unterschiedliche Anforderungen an den „richtigen“ Wechselkurs ergeben, wie dies ja auch in den vergangenen Jahren der Fall war. Für die Wirtschaft würde dies heißen, daß nicht mehr ihre Wettbewerbsstärke über den Wechselkurs der D-Mark entscheidet, sondern verstärkt tatsächliche oder potentielle Bewegungen an den Kapitalmärkten. Exportiert werden könnte dann nur noch in dem Umfang, den die Kapitalmärkte zulassen. Dies wird die Unternehmen zu weiteren Anpassungsreaktionen veranlassen, um sich vor für sie einerseits nur schwer vorhersehbaren, andererseits möglicherweise belastenden Wechselkursveränderungen so weit wie möglich zu schützen. Für die Höhe des Exports und damit auch für die Zahl der Arbeitsplätze können sich hieraus langfristig nachteilige Folgen ergeben.

Es spricht einiges dafür, daß die Rolle als internationales Anlagemedium, die der D-Mark nicht zuletzt wegen der Stärke der deutschen Wirtschaft zuge wachsen ist, und die damit verbundenen Zwänge diese langfristig überfordert und damit letztlich die Basis der Stärke der D-Mark gefährdet. Für eine große, überwiegend binnenorientierte Volkswirtschaft wie die der USA ist diese Rolle ihrer Währung weniger problematisch, da die wirtschaftliche Aktivität nur in einem relativ geringen Umfang von außenwirtschaft-

lichen Beziehungen und damit Wechselkursveränderungen abhängig ist. Für eine stark außenverflochtene Wirtschaft wie die deutsche ist dieser Faktor jedoch fundamental.

Die Umbruchsituation nach der deutschen Vereinigung hat zwar die Verschiebung der dominanten Faktoren der Kursbestimmung der D-Mark auf den Devisenmärkten in kurzer Zeit geradezu schlagartig deutlich gemacht. Es ist jedoch fraglich, ob sie ihre ausschließliche oder vorrangige Ursache war. Denn allein die Entwicklung zu einem wichtigen Reserve- und Anlagemedium zwingt angesichts der internationalen Integration der Kapitalmärkte dazu, auch deren mögliche Reaktionen verstärkt bei der Gestaltung politischer Maßnahmen zu berücksichtigen.

In jüngster Zeit hat sich zwar die reale Aufwertung der D-Mark wieder etwas zurückgebildet. Hierbei handelt es sich aber im wesentlichen um die Korrektur einer überzogenen Aufwertung im Rahmen der Währungsturbulenzen zu Beginn des Jahres 1995. Dies erleichtert zwar augenblicklich die Exporte, löst jedoch nicht den grundsätzlichen hier angesprochenen Konflikt. Denn die reale Aufwertung der D-Mark ist kein singuläres Ergebnis einer immer wieder möglichen Spekulationswelle, sondern ein Prozeß, der zu Beginn der 90er Jahre einsetzte und hinter dem sich letztlich eine Verschiebung des Gewichts zwischen Güter- und Kapitalmärkten bei der Kursbestimmung der D-Mark verbirgt.

Abschließende Bemerkungen

Welche Schlußfolgerungen ergeben sich nun hieraus für die künftige Geld- und Währungspolitik? Offenbar fällt es immer schwerer, im deutschen Rahmen die Anforderungen an eine der wichtigsten internationalen Anlagewährungen und die binnenwirtschaftlichen Bedürfnisse in Einklang zu bringen. Der Ausweg könnte eine Europäisierung der D-Mark im Rahmen der Europäischen Währungsunion sein. Hierdurch würde ein Teil der bisherigen Wirtschaftsbeziehungen in ein einheitliches Währungsgebiet integriert und damit wirtschaftlich zu Binnenbeziehungen, auch wenn die Staatsgrenzen weiterhin bestehen bleiben. Für die verbleibenden Außenbeziehungen könnte sich allein wegen des größeren Marktvolumens der künftigen gemeinsamen Währung eine größere Stabilität und damit auch ein größerer Spielraum für die Berücksichtigung binnenwirtschaftlicher Gesichtspunkte ergeben. Insoweit läge eine rasche Realisierung der Europäischen Währungsunion unter diesem Gesichtspunkt auch im ureigenen deutschen Interesse.

¹⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank: Die längerfristige Entwicklung der Weltwährungsreserven, in: Monatsberichte, Januar 1991, insbesondere S. 41 ff.