

Friedrich, Klaus; Unterberg, Armin

**Article — Digitized Version**

## Brauchen wir ein anderes Weltwährungsregime? - Tripolare Währungsordnung zukunftsfähig

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Friedrich, Klaus; Unterberg, Armin (2000) : Brauchen wir ein anderes Weltwährungsregime? - Tripolare Währungsordnung zukunftsfähig, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 80, Iss. 6, pp. 335-337

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/40503>

**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.*

gekennzeichnet ist, die unterschiedlichen Schocks ausgesetzt sind, und darüber hinaus unterschiedliche wirtschaftspolitische Präferenzen bestehen, ist eine durch die eindimensionale Ausrichtung auf den Wechselkurs bedingte Einschränkung des wirtschafts-

politischen Handlungsspielraums nicht sinnvoll. Der Wechselkurs ist marktmäßiger Ausdruck einer Vielzahl von Einflussfaktoren, die sowohl fundamentale Faktoren als auch Verhaltensweisen der Marktteilnehmer umfassen. Eine konsistente und nachvollziehbare Poli-

tikgestaltung ist der beste Beitrag zu einer Stabilisierung von Markterwartungen, wodurch die Voraussetzung für eine Wechselkursentwicklung im – zumindest mittelfristigen – Einklang mit den relevanten Fundamentaldaten geschaffen wird.

Klaus Friedrich, Armin Unterberg

## Tripolare Währungsordnung zukunftsfähig

Die Fragestellung dieses Zeitgesprächs erinnert etwas an den alten Neureichen-Witz: „Liebling, der Aschenbecher ist voll – sollten wir nicht an den Kauf eines neuen Autos denken?“ Was wir in den letzten Monaten beim Euro erlebt haben, ist nicht der Verfall einer Währung, sondern waren ganz normale Marktbewegungen, denen jede große Währung ausgesetzt ist – auch und insbesondere der Dollar. Im Fall des Euro sind sie sicher verstärkt worden durch ein gewisses hysterisches Selbstmitleid der Europäer, das in vielen Kommentaren zum Ausdruck kam. An den Märkten wirkten diese Äußerungen „self-fulfilling“ – so wie der, der sich lange genug eine Krankheit eingeredet hat, sich zum Schluss wirklich krank fühlt.

### Der Euro ist keine Schwachwährung

Es ist an der Zeit, dass sich die Europäer von ihrer Hypochondrie ab- und den Fakten wieder zuwenden. Denn die sprechen eine andere Sprache.

□ Der Euro ist keineswegs eine schwache Währung, und von „Verfall“ kann schon gar keine Rede sein. Schwachwährungen sind stets von hohen Inflationsraten und hohen Zinsen gekennzeich-

net. Tatsache ist aber, dass Europa in den letzten 40 Jahren keine so niedrige Inflationsrate hatte wie 1999, dem ersten Jahr des Euro. Auch heute besteht keine Inflationsgefahr. Und das europäische Zinsniveau liegt deutlich unter dem der Amerikaner.

□ Ein im Außenwert gegenüber dem Dollar relativ niedrig bewerteter Euro hilft sichtlich der europäischen Konjunktur und schafft Arbeitsplätze. Ein zu hoch bewerteter Euro wäre dagegen für das zunächst noch zarte Pflänzchen des europäischen Aufschwungs äußerst schädlich gewesen. Die Amerikaner haben ganz ähnliche Erfahrungen gemacht. Die erste Phase des mit Recht viel gerühmten langen amerikanischen Aufschwungs war begünstigt von einem niedrigen Dollarkurs. In den entscheidenden Jahren 1992 bis 1995 lag der Dollar zeitweise unter 1,40 DM. Umgekehrt hat uns die überbewertete D-Mark in diesen Jahren massiv Arbeitsplätze gekostet. Ähnliche Erfahrungen macht derzeit Großbritannien, wo der hohe Pfund-Kurs bereits den Rückzug der ausländischen Investoren eingeläutet hat. Der Kurs einer Währung ist eben kein Wert an sich, sondern muss stets im ökonomischen Kontext gesehen werden.

□ Wenn der Dollar in den letzten Monaten um 2,10 D-Mark kostete, so ist dies im historischen Rückblick durchaus nichts Außergewöhnliches und schon gar keine Katastrophe. Dabei braucht man gar nicht bis zur langen Periode des 4,- DM-Dollarkurses zurückzugehen. Auch in den Jahren 1983 bis 1985 hatten die USA ein weit höheres Wirtschaftswachstum als Deutschland und Europa. Die D-Mark reagierte mit einem massiven Wertverlust gegenüber dem Dollar. Im Frühjahr 1985 stand der Dollar bei 3,40 DM, doppelt so hoch wie Anfang der achtziger Jahre. Im Vergleich zur D-Mark damals hält sich der Euro weit besser. Obgleich die USA in den letzten Jahren einen erheblichen Wachstumsvorsprung erzielt haben, hat der Euro gegenüber dem Dollar lediglich rund 20% an Wert verloren. Derartige Wertschwankungen sind an den volatilen Devisenmärkten „Routinegeschäft“. Mit einem Vertrauensverlust in die Währung haben sie nichts zu tun.

□ Der Euro hat sich in seiner jungen Geschichte bereits mehr bewährt als die D-Mark. Trotz einer Verdreifachung des Ölpreises lag die Inflationsrate in den letzten Monaten in Deutschland und im Euro-Raum unter 2%. Man erinne-

re sich an die hohen Inflationsraten zu Zeiten der D-Mark, als sich der Ölpreis Mitte der siebziger Jahre und Anfang der achtziger Jahre schubartig erhöhte. Die Inflationsrate bewegte sich jeweils zwischen 5% und 7%. Demgegenüber verzeichneten die Länder des Euro-Raums 1999 die niedrigste Inflationsrate seit mehreren Jahrzehnten – eindeutig ein Erfolg der neuen Währung. Der Euro macht also nicht ärmer, wie gelegentlich behauptet wurde. Er hat sich als Bollwerk gegen Inflationsimpulse bereits bewährt.

□ Eine Momentaufnahme sagt noch nichts über das Ende des Films. Derzeit sprechen die Differenzen in Wachstumsraten und Zinsniveaus noch für viele Anleger eher für ein Investment in den USA als in Europa. Aber die Schere schließt sich. Die eindeutig in konjunktureller Spätphase befindliche US-Wirtschaft wird nicht mehr lange solch hohe Wachstumsraten produzieren. Europa dagegen steht am Anfang eines voraussichtlich langen Booms, in dessen Verlauf auch die europäischen Geldmarktzinsen deutlich ansteigen werden. Die Anleger werden sich allein aufgrund der ökonomischen Fakten in nächster Zeit umorientieren müssen.

□ Auf die Dauer haben noch immer die Fundamentaldaten über den Wechselkurs entschieden – auch wenn zeitweise emotionale Faktoren den Marktteilnehmern den Blick dafür verstellen. Und die fundamentalen Daten sprechen klar für den Euro. Neben dem begonnenen Aufschwung, der Inflationsfreiheit und dem niedrigen Zinsniveau sind dies vor allem: der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Raumes, dem ein US-Defizit von rund 420 Mrd. Dollar gegenübersteht; der Umfang der ausländischen Direktinvestitionen, die in

Deutschland seit dem letzten Jahr gewaltige Zuwächse zeigen; die Solidität der Europäischen Zentralbank, die sich allen Unkenrufen zum Trotz als politisch unabhängige Instanz mit hervorragender geldpolitischer Kompetenz erwiesen hat; die in Gang gekommene Deregulierung der europäischen Märkte, die in Flexibilität und Freiheit des Marktzutritts teilweise bereits die US-amerikanischen Märkte übertreffen.

#### **Feste Wechselkurse oder Zielzonen wären keine Lösung**

Welche Vorteile könnte ein anderes Weltwährungsregime bringen? Die Einführung des Euro stellt einen Quantensprung für das internationale Währungssystem dar. Der Euro hat das Potenzial zu einer Weltwährung. Damit entsteht eine tripolare Währungsordnung mit dem Dollar, dem Euro und dem Yen als tragenden Säulen. Angesichts dieser Entwicklung hatten zeitweise Vorschläge Konjunktur, die auf eine Stabilisierung der Wechselkurse zwischen diesen Währungen abzielen. Sowohl aus der Wissenschaft als auch – und vor allem – aus der Politik wurden dazu Ideen präsentiert, die von einer vagen Kooperation in der Geld- und Wechselkurspolitik über Zielzonen bis hin zu einem neuen Bretton-Woods-System mit weitgehend festen Wechselkursen reichen.

Zur Beurteilung dieser Vorschläge muß man sich zunächst eine zentrale Grundwahrheit internationaler Währungspolitik vor Augen halten: Fixe Wechselkurse sind nicht kompatibel mit freiem Kapitalverkehr und autonomer Geldpolitik der beteiligten Staaten. Wer feste Wechselkurse und eine autonome Geldpolitik will, muss den Kapitalverkehr beschränken. Wer feste Wechselkurse und einen freien Kapitalverkehr will, muss auf

eine autonome Geldpolitik verzichten. Wer aber weder die eine noch die andere Beschränkung hinnehmen will, muss flexible Wechselkurse akzeptieren und kann nicht für Wechselkursziele zwischen den beteiligten Währungen plädieren. Dies ist das „magische Dreieck“ der internationalen Währungspolitik.

Grundlegende Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen den drei großen Wirtschaftsregionen der Welt sind weder ökonomisch wünschenswert noch effizient durchführbar. Daher läuft die Forderung nach stabileren Wechselkursen auf eine Einschränkung der geldpolitischen Autonomie in den beteiligten Währungsgebieten hinaus. Es geht also um eine Abwägung der Vorteile, die einerseits mit stabileren Wechselkursen verbunden sind, und der Nachteile, die andererseits mit einer eingeschränkten Autonomie der Geldpolitik einhergehen.

Eine Wechselkursbindung kann überhaupt nur sinnvoll sein, wenn die Konjunkturzyklen der so verbundenen Länder stärker korrelieren. Das Wirtschaftswachstum der drei großen Wirtschaftsräume verlief aber in den neunziger Jahren alles andere als gleichgerichtet. Hier ist zwischen den kontinental-europäischen Ländern eine deutlich engere Beziehung festzustellen als für die Beziehungen des Euro-Raums zu den USA. Wenn aber die konjunkturellen Bewegungen stärker voneinander abweichen, empfiehlt sich für die USA, Japan und die EWU eine Geldpolitik, die stärker den Binnenwert als den Außenwert des Geldes in den Blickpunkt ihrer Maßnahmen rückt.

#### **Spezifische Probleme bei Wechselkursbindungen**

Neben diesen grundsätzlichen Überlegungen gibt es aber noch

eine ganze Reihe spezifischer Probleme, die mit Wechselkursbindungen zwischen Euro, Dollar und Yen verbunden wären:

□ Die ohnehin schon schwierige Frage, wo der „richtige“ Wechselkurs zwischen zwei Währungen liegt, ist für den Euro gerade in der Anfangszeit der EWU kaum zu beantworten. Denn die Einführung des Euro bedeutet einen Strukturbruch, der weitreichende Verhaltensänderungen von Wirtschaftssubjekten bewirken kann.

□ Die Umsätze an den internationalen Devisenmärkten belaufen sich heute auf ca. 1,5 Bill. US\$ pro Tag. Die Devisenreserven der Zentralbanken und damit das zur Wechselkursstabilisierung zur Verfügung stehende Interventionspotenzial nehmen sich dagegen verschwindend gering aus. Die Märkte dürften daher die Glaubwürdigkeit solcher Arrangements nicht als besonders hoch einschätzen. Wird die Glaubwürdigkeit von Wechselkurszielen jedoch in Zweifel gezogen, dann sind Fixkurssysteme geradezu eine Einladung zur Spekulation.

□ Fixkurssysteme benötigen eine Ankerwährung. Die USA und die Europäische Währungsunion sind aber in fast jeder Hinsicht gleichgewichtige Wirtschaftsräume, so dass es keine „natürliche“ Ankerwährung gibt. Da kaum vorstellbar ist, daß die USA den Dollar an den Euro ankoppeln, müßten die Europäer den Euro an den Dollar koppeln und damit ein Stück geld- und währungspolitischer Souveränität wieder aufgeben, das sie mit der Einführung der gemeinsamen Währung gerade erst gewonnen haben.

□ Eine Wechselkursanbindung würde die europäische Geldpolitik bei Eintritt eines außenwirtschaftlichen „Schocks“ nachhaltig einschränken. Notwendige Anpas-

sungen müsste dann hauptsächlich die Fiskalpolitik übernehmen. Letztere ist jedoch durch den Stabilitätspakt rechtlich und institutionell gebunden. Wechselkurszielzonen erhöhen also die Gefahr, dass die fiskalischen Vorgaben des Amsterdamer Paktes gebrochen werden.

□ Die aus geldpolitischen Gründen notwendige Sterilisierung von Interventionsmaßnahmen zur Stützung eines Festkurses oder einer Zielzone stellt in der Realität ein beträchtliches Problem dar. Es ist eine Illusion, zu glauben, dies sei für eine Notenbank stets umgehend und zinsneutral möglich. Daraus folgt, dass nicht nur die Effizienz der Geldpolitik gefährdet ist – vor allem wenn es um große Volumina geht –, sondern auch die Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft schwer vorhersehbar bleiben.

□ Die EZB als neu etablierte Institution muss sich ihre Glaubwürdigkeit erst noch verdienen. Da Wechselkursziele eine stabilitätsorientierte Geldpolitik unterlaufen können, würde es den Aufbau einer stabilitätspolitischen Reputation der EZB erschweren, wenn diese gleich zu Beginn ihrer Arbeit mit politischen Vorgaben konfrontiert würde.

#### **Währungspolitische Kooperation ist gefragt**

Aus all diesen Gründen erscheinen institutionell untermauerte Zielzonen für den Euro-Wechselkurs gegenüber anderen Währungen – abgesehen vom EWS-II – nicht geeignet, zu dauerhafter Wechselkursstabilisierung beizutragen. Die erfolversprechendste Methode, zu relativ stabilen Wechselkursverhältnissen zwischen Euro, Dollar und Yen zu gelangen und unnötige Volatilitäten zu vermeiden, besteht weiterhin darin, in den drei großen Währungsblöcken

eine solide, stabilitätsorientierte Geld-, Finanz- und Wirtschaftspolitik zu betreiben. Dies stabilisiert die Erwartungen der Marktteilnehmer und reduziert die Wechselkursschwankungen. Sind diese Politikbereiche aber nicht konsistent und stabilitätsorientiert, dann werden auch Wechselkurszielzonen wenig helfen, Marktschwankungen zu vermeiden.

Es ist allerdings nicht ganz auszuschließen, dass es in der sich abzeichnenden tripolaren Währungsordnung zu stärkeren Volatilitäten und vorübergehenden Misalignments kommen kann. Völliges Ignorieren der Wechselkursentwicklung des Euro ist deshalb ebenfalls nicht angebracht. Um gravierende Fehlentwicklungen zu verhindern, bedarf es aber keines formalen „Bretton Woods II“ mit Leitkursen und Bandbreiten für die beteiligten Währungen und Interventionsverpflichtungen für die Zentralbanken. Dies wäre – wie die Erfahrung zeigt – geradezu eine Einladung an die Märkte, die festgelegten Kurse zu testen. Krisen von weit größerem Ausmaß als im EWS wären vorprogrammiert. Spekulationswellen würden nicht gedämpft, sondern angeregt. Riesige Interventionsvolumina der Notenbanken müssten die Geldpolitik in Bedrängnis bringen. Der Preis, den Europa, die USA und Japan zu zahlen hätten, wäre eindeutig zu hoch.

Dagegen erscheint eine währungspolitische Kooperation in der Triade sinnvoll. Eine Ad-hoc-Koordinierung im Rahmen der G7 könnte ausreichen, um Signale an die Märkte auszusenden und gegebenenfalls auch zu intervenieren. Das Plaza-Abkommen und der Louvre-Akkord, mit denen man in den achtziger Jahren die Entwicklung des Dollar-Kurses beeinflusste, sind Beispiele für eine erfolgreiche

Wechselkurskooperation. Noch wichtiger wäre eine unmittelbare Kooperation zwischen EZB und Fed. Funktioniert sie, wäre ein Fixkurssystem ohnehin überflüssig. Funktioniert sie nicht, würden feste Kurse ungleich größere Probleme verursachen als flexible.

### Europa braucht den Euro

Das Fazit lautet also: Wir brauchen kein neues Wechselkursregime. Aber ebenso sicher gilt:

Europa braucht den Euro. So wie es die alten Europäer Adenauer, de Gasperi und Schuman von Anfang an eingeschätzt haben: Die über Jahrhunderte gewachsenen unterschiedlichen Kulturen der europäischen Nationalstaaten würden nur durch gemeinsame ökonomische Strukturen zusammenwachsen können. So drückt es auch das in Stahl gegossene Schuman-Zitat an der Europa-Brücke in Luxemburg aus: „Europa wird eins durch

das Schaffen neuer Fakten.“ Nach Montanunion, EWG-Vertrag und Binnenmarkt ist der Euro ein solches Faktum. Und wir haben bereits erlebt, wie der große Währungsraum die Europäer nicht nur schützt (siehe Asien-Krise) und zusammenschweißt, sondern ihnen auch ein ganz neues Gewicht, eine neue Rolle in der Welt gibt. Dies alles ist völlig unabhängig vom jeweiligen Tageskurs an den Devisenmärkten.

Michael Frenkel

## Euroentwicklung: Mögliche Ursachen und politische Optionen

Der Kursverlauf des Euro rechtfertigt keine grundlegende Veränderung des internationalen Währungssystems. Dies gilt zumindest solange, wie die großen Industrieländer bei der Gestaltung ihrer Wirtschaftspolitik weiterhin mehr die binnenwirtschaftlichen Ziele als das außenwirtschaftliche Ziel verfolgen. Die Unzufriedenheit mit der Wechselkursentwicklung des Euro basiert aus europäischer Sicht meist auf der Überzeugung, mit der Abwertung des Euro seit Anfang 1999 sei inzwischen eine deutliche Unterbewertung des Euro eingetreten.

Damit verbindet man die Vorstellung, dass der Wechselkurs nicht durch Fundamentalfaktoren gerechtfertigt sei und daher in „ungerechtfertigter“ Weise vom längerfristigen Gleichgewichtskurs abweiche. Da eine Abweichung des tatsächlichen Kurses vom längerfristigen Gleichgewichtskurs mit einer Fehlallokation von Ressourcen einhergehe, weisen dies auf Ineffizienzen des Devisenmarktes hin. Außerdem wird hervorgehoben, dass die Abwärtsbe-

wegung des Euro auf eine sich selbst verstärkende Dynamik (auch Schneeballeffekt genannt) zurückzuführen sei. Hieraus wird dann gefolgert, dass eine solche aus den Fugen geratene Wechselkursentwicklung mit erheblichen Nachteilen für den internationalen Handel und die Investitionen verbunden sei. Infolgedessen bedürfe es eines korrigierenden Eingriffes in das Marktgeschehen.

Im Folgenden soll erstens diskutiert werden, ob der Wechselkurs des Euro in jüngerer Vergangenheit in der Tat eine deutliche Unterbewertung der europäischen Währung darstellt. Zweitens soll die Frage geprüft werden, welche währungspolitischen Alternativen es zur freien Kursbildung ohne Eingriffe der Zentralbanken gibt.

### Ist der Euro wirklich unterbewertet?

Betrachten wir zunächst die Wechselkursänderung des Euro seit Anfang 1999 und fragen, ob sich diese Entwicklung ökonomisch sinnvoll erklären lässt. Im

Mittelpunkt dieser Betrachtung steht aufgrund der inzwischen tripolaren Währungsordnung mit Dollar, Euro und Yen der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar. In eher traditionellen Ansätzen der Wechselkurstheorie werden aktuelle Werte verschiedener ökonomischer Größen als Einflussfaktoren auf den Wechselkurs betont. Wenn in jüngerer Vergangenheit von einer Unterbewertung des Euro gesprochen wird, sind implizit meist vier ökonomische Größen angesprochen, die den Verlauf des Euro-Wechselkurses als fundamental nicht gerechtfertigt erscheinen lassen:

□ Seit Beginn der EWU lag die jährliche Inflationsrate im Durchschnitt der EWU-11-Länder um rund einen Prozentpunkt unter der der USA, so dass hieraus – zieht man die Kaufkraftparitätentheorie zu Rate – eher mit der gegenteiligen Wechselkursentwicklung hätte gerechnet werden können. Allerdings kann aufgrund der langfristigen Ausrichtung dieser Theorie nur schwerlich der relativ kurze Zeitraum seit Bestehen der EWU