

Filc, Wolfgang

Article — Digitized Version

Brauchen wir ein anderes Weltwährungsregime? - Devisenmärkte brauchen stabilisierende Regeln

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Filc, Wolfgang (2000) : Brauchen wir ein anderes Weltwährungsregime? -
Devisenmärkte brauchen stabilisierende Regeln, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer,
Heidelberg, Vol. 80, Iss. 6, pp. 327-331

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/40610>

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.

Brauchen wir ein anderes Weltwährungsregime?

Seit der Einführung des Euro im Jahre 1999 verfiel sein Wechselkurs insbesondere gegenüber dem Dollar und dem Yen entgegen allen Erwartungen und im Widerspruch zu den Fundamentaldaten. Ist die Abwertung des Euro eine Folge von Ineffizienzen des Devisenmarktes? Brauchen wir ein anderes Weltwährungsregime?

Wolfgang Filc

Devisenmärkte brauchen stabilisierende Regeln

Was ist der richtige, gar gleichgewichtige Wechselkurs des Euro gegenüber US-Dollar, Yen oder Pfund Sterling? Niemand kann das wissen, aber viele äußern sich präzise zu dieser Frage. Immer wieder ist von einem gewaltigen Aufwertungspotential des Euro die Rede, es werden Zahlen über angemessene Euro-Kurse herumgereicht, geht es noch einmal nach unten, dann ist von Attacken auf neue Widerstandslinien die Rede. Man gewinnt den Eindruck, es werden Schlachten geschlagen und kommentiert.

Sehr ernst zu nehmen ist das alles nicht. Der Euro ist eine Finanzinnovation, die sich am Markt durchzusetzen hat. Europa hat seit Anfang 1999 ein neues monetäres Regime, das sich bewähren und Reputation aufbauen muß. Beides bedarf Zeit. Europa hat Erfahrungen mit monetären Neuerungen gesammelt. Als im März 1979 das EWS in Kraft gesetzt wurde, waren die Leitkurse weit von Gleichgewichtswerten entfernt. Es bedurfte

lange Zeit, bis sich ein Netz von Leitkursen herausbilden konnte, das über Jahre hinweg und nicht allein für einige Monate tragfähig war. Warum sollten sich augenblicklich nach Start der Währungsunion starre Kurse des Euro gegenüber den Währungen großer Industrieländer herausbilden, und das auch noch ohne jede Regel oder Orientierungsgröße für Wechselkurserwartungen, wie im damaligen EWS, sondern im, wie man sagt, freien „Spiel“ der Marktkräfte bei vollständiger Wechselkursflexibilität? Ja, es wird mit Devisen gespielt. In Europa war man das Spiel leid geworden, deshalb hatte man sich für einen einheitlichen Währungsraum entschieden. Jetzt hat sich das Devisenspiel verlagert, weg von D-Mark gegen Lira, hin zu Euro gegen Dollar und Yen. Wie lange noch wird man diesem Spiel tatenlos zusehen?

Der Euro hat keine Vergangenheitserfahrung. Das Berechnen irgendwelcher hypothetischer und vermeintlich angemessener Euro-

Kurse auf der Grundlage der Kaufkraftparitätentheorie vergeudet Zeit. Frühere Unterschiede der Inflationsraten zwischen Ländern, die jetzt zur Eurozone gehören, von 15 Prozentpunkten und mehr sind Vergangenheit. Damals war die Kaufkraftparitätentheorie in ihrer absoluten Fassung ein wichtiger Maßstab, um die Bewertung nationaler Währungen nationaler Wirtschaftsräume zu beurteilen. Euroland ist gegenüber der Welt für den Außenhandel und den internationalen Kapitalverkehr aber ein homogener Wirtschaftsraum. Für international handelbare Güter der elf Länder der Eurozone kann es nun nur noch einheitliche Preise geben, bleiben Transaktionskosten und Unvollkommenheiten des Marktes unberücksichtigt. Das künstliche und rückwärts gerichtete Zusammenfügen handelsanteiltgewichteter Preisindizes der Länder der Eurozone, um kaufkraftparitätisch angemessene Euro-Kurse zu ermitteln, vermag deshalb keine klärenden Einsichten für

die Gegenwart zu erzielen. Nein, einen verlässlichen Maßstab zur Beurteilung des absoluten Kursniveaus des Euro gibt es derzeit und für die nächsten zwei, drei Jahre nicht.

In Europa mußten Erfahrungen mit der Geldpolitik unabhängiger Zentralbanken bei festen Wechselkursen gewonnen werden. Es hat lange gedauert, bis akzeptiert wurde, daß feste Wechselkurse, weitgehende Freizügigkeit für den internationalen Kapitalverkehr und autonome Geldpolitik von fünfzehn Zentralbanken der EU, allein nach nationalem Gusto und an Staatsgrenzen orientiert, nicht zusammenpassen. Nach dem Start der Währungsunion sind in den drei großen Währungszone der Welt – USA, Euroland und Japan – ähnliche Erfahrungen mit dem neuen monetären Regime zu gewinnen. Über das Potential des Euro an den Finanz- und Devisenmärkten als Gegenposition zum Dollar gibt es über Vermutungen hinaus nichts, was eine in Zahlen konkretisierbare Aussage über einen angemessenen Euro-Kurs erlaubt. Übergangsphasen sind ein unsicheres Terrain. Bei Unsicherheit ist jeder gut beraten, sich eines Kooperationspartners zu versichern. Über den Atlantik, ja selbst über den Ärmelkanal hinweg, ist aber die Einsicht noch nicht vermittelt worden, daß internationale Kooperation der Wirtschaftspolitik und damit auch der Geld- und Währungspolitik allen Beteiligten dient, wenn sich selbst überlassene Devisenmärkte nicht stets zu effizienten Lösungen gelangen.

Optimale internationale Allokation

Ist also alles gut wie es ist, weil es Marktergebnisse sind? Ist jeder Kurs des Euro hinzunehmen, weil

er von den Marktteilnehmern bewertet und deshalb – so oder anders – notiert wird? Nein, nichts ist gut, vieles läuft – wieder einmal – in die falsche Richtung. Jede Bewertung bedarf eines Maßstabs. Für den Devisenmarkt als Schaltstelle zwischen Märkten international handelbarer Güter und Leistungen und des Kapitals verschiedener Währungsräume ist zu fordern, daß eine bei gegebenen Preisen, Kursen und Renditen optimale internationale Allokation erreicht wird. Nur dann leisten Devisenmärkte einen Beitrag, um die wirtschaftlichen Lebensbedingungen der Menschen zu verbessern.

Die Autoren
unseres Zeitgesprächs:

Prof. Dr. Wolfgang Filc, 56, lehrt Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Geld, Kredit und Währung an der Universität Trier. Er war unter Bundesfinanzminister Lafontaine als Ministerialdirektor Leiter der Abteilung Internationale Finanz- und Währungsbeziehungen des Bundesministeriums der Finanzen in Bonn.

Prof. Dr. Hermann Remsperger, 50, ist Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank.

Dr. Klaus Friedrich, 61, ist Chefvolkswirt der Dresdner Bank Gruppe; Dr. Armin Unterberg, 50, ist Direktor der Dresdner Bank AG und Leiter des Bereichs Grundsatzaufgaben.

Prof. Dr. Michael Frenkel, 45, ist Lehrstuhlinhaber für VWL mit dem Schwerpunkt Makroökonomie und internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Wissenschaftlichen Hochschule für Unternehmensführung in Koblenz.

Kursänderungen am Devisenmarkt sollten deshalb Ergebnis der Allokation sein, nicht selbst ursächlich werden für internationale Kapitalbewegungen und den Außenhandel. Diese allgemeine Anforderung ist zu konkretisieren. Die gegenwärtige Diskussion über Ursachen der Abschwächung des Euro bietet hierzu Anschauungsmaterial.

Die vorherrschende Deutung verweist auf Strukturprobleme in der Eurozone, vor allem in Deutschland. Konkret und in chronologischer Reihenfolge: Bundesfinanzminister Lafontaine, inflexibler Arbeitsmarkt, Finanzierung des Systems der sozialen Sicherung, Holzmann AG, Übernahme von Mannesmann durch Vodafone, Zwei-Säulen-Strategie der EZB. Vieles mag auf den ersten Blick plausibel erscheinen, weil jede Neuigkeit Wechselkurserwartungen irgendwie beeinflussen kann, mit entsprechenden Kursbewegungen im Gefolge, ganz gleich, ob Anforderungen an einen für die internationale Allokation effizienten Devisenmarkt erfüllt werden oder nicht. Systeme der sozialen Sicherung in Europa, Probleme eines Baukonzerns und ähnliches, was an tatsächlichen oder vermeintlichen Strukturproblemen genannt wird – all das hat mit der Bewertung international handelbarer Güter oder mit Bedingungen der Lenkung von Kapital in Bereiche produktiver Verwendung nichts zu tun.

Das System der sozialen Sicherung eines Landes ist kein international handelbares Gut, das am Devisenmarkt zu bewerten ist. Orientieren sich Wechselkurs-erwartungen und Wechselkurse dennoch an derartigen singulären Sachverhalten oder Mutmaßungen, obgleich der allgemeine Preisauftrieb und Inflationserwartungen sowie aktuelle und erwartete

Renditen aus Finanzaktiva und Sachkapital unberührt bleiben, so muß es zu Fehlentwicklungen an den Devisenmärkten kommen. Dann ist die Wirtschaftspolitik gefordert – weniger die Strukturpolitik, vor allem die Währungspolitik.

Stetige Kursentwicklung

Größere Stabilität der Finanzmärkte und der internationalen Kapitalbewegungen setzt eine stetige Kursentwicklung an den Devisenmärkten voraus, die sich an monetären und realen ökonomischen Fundamentaldaten orientiert. Trennen sich Wechselkurs-trends hiervon, so wird der Devisenmarkt Quelle gesamtwirtschaftlicher Fehlentwicklungen, löst außenwirtschaftliche und binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte aus, bewirkt Rezession und Arbeitslosigkeit oder Boom und Inflation, kann das Finanzsystem eines Landes schwer beschädigen.

Bei annähernd gleich hohem Wirtschaftswachstum der Länder sollten Wechselkurs-trends an internationalen Inflationsdifferenzen orientiert sein, die wiederum dem Zinsgefälle zwischen Währungs-räumen ungefähr entsprechen. Dann sind die realen Wechselkurse konstant, nominale Wechselkurs-änderungen gleichen Ertragsdifferenzen von Finanzaktiva aus, die Kursentwicklung am Devisenmarkt ist konjunkturneutral – neutral für den internationalen Leistungsverkehr, für Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und Inflationsrate – und kapitalverkehrsneutral. In diesem Fall reflektiert die Kursentwicklung Allokationsvorgänge. Umgekehrt stören Wechselkurs-trends, die sich vom internationalen Inflations- und Zinsgefälle lösen, die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, und sie erzeugen Spannungen, die später ruckartige Kurskorrekturen an den Devisenmärkten

und weitere Fehlentwicklungen bewirken.

Eine erhebliche reale Währungsabwertung wirkt in dem betreffenden Land oder Währungsgebiet wie eine subventionsgleiche Förderung der Güterausfuhr und eine zollgleiche Belastung des Imports. Der internationale Leistungsaustausch wird dann von Wechselkursen dominiert, nicht von der Qualität oder den Kosten von Produkten. Hierfür gibt es Beispiele:

□ Im Europäischen Währungssystem fand Anfang 1987 eine umfassende Anpassung von Leitkursen statt. Danach bildete sich bis 1992 eine wachsende reale Abwertung der D-Mark und anderer Währungen im Kernbereich des EWS gegenüber Peripherieländern heraus. Die Folgen: Wirtschaftsboom und extreme Handelsbilanzüberschüsse im Zentrum, Wirtschaftsflaute und Rekorddefizite des Außenhandels in der Peripherie, Krisen des EWS von 1992 und 1993.

□ Der japanische Yen erfuhr in drei Jahren bis 1996 eine reale Aufwertung von 60%. Japan hat sich von dem dadurch verschärften Konjunkturerbruch bislang nicht erholt. Zudem legte das den Keim für Finanzkrisen vieler Länder Südostasiens von 1997.

□ Die Währungen der meisten Länder Südostasiens, die 1997 in Krisen gerieten, mußten innerhalb von drei Jahren reale Aufwertungen in der Größenordnung von 20 bis 30% hinnehmen. Folglich passivierten sich die Leistungsbilanzen, die Auslandsverschuldung wuchs, das endete in einem wirtschaftlichen Kollaps.

Die Kursentwicklung des Euro wiederholt diese Deformationen der Vergangenheit. Wenngleich es gegenwärtig nicht möglich ist, Gleichgewichtswerte des Euro ab-

zuleiten, steht eine reale Abwertung des Euro von 20 bis 25% gegenüber US-Dollar, Yen und Pfund Sterling in krassem Mißverhältnis zu gegenwärtigen und absehbaren Fundamentaldaten – vor allem Inflations- und Zinsunterschieden. Die Ergebnisse sind wie gehabt: Exportboom der Eurozone, immer wieder neue Rekorde von Defiziten der Leistungsbilanzen in den USA und in Großbritannien, mithin auch Rekorde bei ihrer Auslandsverschuldung. Wiederholen sich die Erfahrungen der Vergangenheit, so ist es nur eine Frage der Zeit, bis der Abwärtstrend des Euro eine schlagartige Korrektur erfährt, mit schweren güterwirtschaftlichen Verwerfungen diesseits und jenseits des Atlantiks im Gefolge. Wann wird man endlich lernen?

Ausgleich von Zinsdifferenzen

Wechselkursänderungen sollten auch im Einklang mit internationalen Zinsdifferenzen stehen. Bei globalisierten Finanzmärkten und nahezu perfekter Kapitalmobilität sollten internationale Zinsdifferenzen von Wechselkursänderungserwartungen kompensiert werden. Dann ist es gleichgültig, ob Finanzaktiva eines Hochzins- oder eines Niedrigzinslandes erworben werden, weil die um Wechselkursänderungen bereinigten erwarteten Ertragsraten gleichhoch sind. Nur bei Wechselkursillusion, also der Auffassung, daß gegebene Wechselkurse unverändert bleiben, kann es Abweichungen von dieser Norm geben. Schwindet die Wechselkursillusion, so kommt es später zu um so drastischeren Wechselkursanpassungen.

Auch hierfür gibt es Beispiele. Seit Beginn der neunziger Jahre waren aus Finanzaktiva Südkoreas unter Berücksichtigung von Kursänderungen des Won gegenüber dem US-Dollar weit höhere Erträge

zu erzielen als an Märkten etablierter Industrieländer. So begann die Finanzmarktkrise dieses Landes. Die Entwicklung in Brasilien ab 1998 ist ein weiteres Beispiel für diese Zusammenhänge.

Das Auseinanderlaufen von Wechselkursänderungserwartungen, Wechselkursänderungen und internationalen Zinsdifferenzen wurde auch für westliche Industrieländer nachgewiesen. Das ist das „forward discount puzzle“. Hochzinsländer locken ausländische Anleger mit der Verheißung von Überrenditen, mit der Aussicht, für einige Zeit zusätzliche Erträge durch eine Währungsaufwertung zu erzielen. Der internationale Kapitalverkehr wird dann zu einer vor allem spekulativen Angelegenheit, bestimmt von der Einschätzung, wann sich gesamtwirtschaftlich nicht fundierte Wechselkurs-trends umkehren. Für Wechselkurse des Dollars gegenüber Währungen anderer Industrieländer ergibt sich immer wieder eine Abfolge von Über- und Unterbewertung; von Boom und Bust der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den verschiedenen Währungsräumen, bestimmt von realen Wechselkursänderungen. Das gegenwärtige Spektakel um den Euro ist hierfür ein erneuter Beleg.

Es ist deshalb ein riskantes Unterfangen, unter allen Bedingungen Preise und Renditen an Finanzmärkten einem „Autopiloten“ zu überlassen, der die Zukunft der Weltwirtschaft zuverlässig steuern soll. Für die Zinsentwicklung wird das auch so gesehen, weil Zentralbanken durch das Festsetzen von Zinssätzen für die Zentralbankgeldversorgung wesentliche Impulse auf das gesamte Zinsspektrum an monetären Märkten ausüben. Was die Kursentwicklung an den Devisenmärkten angeht, wird jedoch überwiegend kein Hand-

lungsbedarf gesehen. Diese Asymmetrie ist eigentümlich, weil ohne adäquate makroökonomische Konzeption, unter Einschluß der Devisenmärkte und zwischen den großen Währungsräumen abgestimmt, eine stabile internationale Finanzarchitektur nicht erreicht werden kann.

Institutionelle Regeln erforderlich

Es bedarf passender institutioneller Regeln, um exzessive Volatilitäten sowie Fehlentwicklungen von Wechselkurs-trends zu vermeiden. Hierzu gibt es zwei Ansatzpunkte. Erstens sollten mögliche Auswirkungen zinspolitischer Maßnahmen der Zentralbanken auf die Wechselkursentwicklung stärker beachtet werden. Zweitens sollte den Devisenmarktteilnehmern Orientierung für eine mit dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld der großen Währungsräume verträgliche Kursentwicklung an den Devisenmärkten gegeben werden.

Diese Aufgabe könnte von den Finanzministern und Notenbankgouverneuren der G 7-Länder, möglicherweise ergänzt um internationale Institutionen wie den IWF, wahrgenommen werden. Dieses Gremium sollte wechselkursrelevante Informationen sammeln, auswerten und öffentlich interpretieren, also die Aufgabe eines „Informations-Brokers“ übernehmen. Das auf dem Treffen der Finanzminister und Notenbankgouverneure der G 7-Länder vom Februar 1999 aus der Taufe gehobene „Financial Stability Forum“, dessen Aufgabe die Überwachung der Mikrostruktur internationaler Finanzbeziehungen ist, sollte deshalb von einem Makro-Forum ergänzt werden.

Bei scharfen Änderungen nominaler oder realer Wechselkurse sollte dieses Gremium in öffentli-

chen Stellungnahmen die vollzogene Kursentwicklung kommentieren und, soweit erforderlich, mögliche Reaktionen der Wirtschaftspolitik erläutern. Fehlt es an klaren Orientierungen für das Herausbilden von Markterwartungen, so bedarf es Leitplanken, um Erwartungen zu stabilisieren und an ökonomische Fundamentaldaten heranzuführen. Vor allem bei unklarer Informationslage können glaubwürdige Erläuterungen eines internationalen Gremiums mit hoher Reputation hierfür eine wichtige Orientierungshilfe bilden.

„System gestalteter Wechselkursflexibilität“

Ein „System gestalteter Wechselkursflexibilität“ könnte wie folgt konzipiert werden:

Für die Eingangsphase sind um die aktuellen Wechselkurse obere und untere Referenzwerte in einem Abstand festzulegen, der einerseits Spielraum für notwendige Anpassungen der Wechselkurse als Reaktion auf geänderte Wirtschaftsdaten läßt, andererseits aber rechtzeitig Konsultationen zwischen den beteiligten Ländern auslöst.

Zudem sind Referenzwerte für reale Wechselkursänderungen zu bestimmen. Zu diskutieren ist die Ermittlungsmethode. Unterschiedliche Verfahren der Deflationierung von Wechselkursen gelangen zwar zu übereinstimmenden Trendergebnissen – reale Auf- und Abwertung – aber zu unterschiedlichen Werten.

Die Referenzwerte für nominale und reale Wechselkurse sind öffentlich bekanntzugeben. Sie sollten in regelmäßigen Abständen (z.B. halbjährlich) überprüft werden.

Werden Referenzwerte erreicht, sollten obligatorische Konsultatio-

nen die Zentralbankgouverneure und Finanzminister der beteiligten Länder zu einer gemeinsamen Interpretation der Entwicklung und, wenn notwendig, zu einer abgestimmten Strategie mit dem Ziel der Stabilisierung der Wechselkurse veranlassen. Interpretationen und möglicherweise als probat erwogene wirtschaftspolitische Maßnahmen sind zu veröffentlichen, um die Erwartungen von Marktteilnehmern zu leiten.

Unter anderem mag gegen eine derartige Konzeption vorgebracht werden, daß Gleichgewichtswechselkurse schwer zu ermitteln sind, insbesondere für den Euro als Finanzinnovation. Das nicht befriedigend lösbare Problem, gleichgewichtige Wechselkurse zu bestimmen, stellte sich auch im EWS. Bei seinem Start wurden deshalb die Kurse des Vortags als Leitkurse verwendet, weil sie Regierungen und Währungsbehörden der Teilnehmerländer als angemessen erschienen. Analog hierzu sollten die Referenzwerte bei gestalteter Wechselkursflexibilität auf der Grundlage aktueller Wechselkurse festgelegt werden. Zudem erhalten Gleichgewichte oder Ungleichgewichte am Devisenmarkt nur dann Aussagekraft, wenn ihre Folgen für andere Märkte, vor allem für Gütermärkte, Produktion und Beschäftigung beachtet werden. Die Ergebnisse sind hierbei eindeutig: Scharfe reale Wechselkursänderungen stören die internationale Allokation von Gütern und Kapital, lösen gesamtwirtschaftliche Deformationen und später ein drastisches Umschlagen von Wechselkursrends aus.

Analogie zur Geldmengensteuerung

Pragmatismus kennzeichnete auch den Übergang zu einer geldpolitischen Konzeption, die auf die

Zuwachsrate der Geldmenge abzielt. Damals wurde nicht versucht, zunächst die gleichgewichtige Geldmenge zu bestimmen. Statt dessen wurde der aktuelle Geldbestand unter Berücksichtigung der für die Projektionsperiode voraussehbaren gesamtwirtschaftlichen Entwicklung fortgeschrieben. Um den so ermittelten Wert wurden „weiche“ Grenzen für die angestrebte monetäre Expansion gezogen, also ein oberer und ein unterer Referenzwert festgelegt. Bei dem Erreichen von Referenzwerten ergab sich keine Verpflichtung für konkrete geldpolitische Maßnahmen, wohl aber zur Interpretation der monetären Entwicklung und der sich daraus möglicherweise ergebenden Gefährdungen gesamtwirtschaftlicher Ziele. Diese Praxis der Ableitung von Zielwerten für die monetäre Expansion zur Stabilisierung von Finanzsystemen und des Preisniveaus hat sich häufig als erfolgreich erwiesen. Es ist nicht ersichtlich, warum eine vergleichbare Vorgehensweise bei der Bestimmung von Referenzwerten für Wechselkurse scheitern sollte.

Auch andere Elemente eines „Systems gestalteter Wechselkursflexibilität“ ähneln dem Konzept einer potentialorientierten Geldmengensteuerung. Wichtigster Bestandteil ist ein verpflichtender Konsultationsprozeß zwischen Zentralbanken und Finanzministern der G 7-Länder. Anders als bei festen Wechselkursen oder in einem Zielzonensystem gibt es dagegen keinen Zwang zu genau definierten wirtschaftspolitischen Maßnahmen, wenn Referenzkurse erreicht werden. Verlangt aber wird die Bereitschaft der größten Industrieländer der Welt, bei starker Volatilität an den Devisenmärkten oder erheblichen Wechselkursänderungen eine sorgfältige Analyse der Ursachen vorzunehmen und

ihre Ergebnisse gemeinsam und öffentlich zu interpretieren

Gelangen Analyse und Interpretation zum Ergebnis, daß die Kursentwicklung an den Devisenmärkten gerechtfertigt ist, etwa die reale Aufwertung einer Währung im Zuge eines besonders starken Wirtschaftswachstums dieses Landes, so sollte das erläutert werden. Zudem könnten Referenzwerte für die Kursentwicklung angepaßt werden.

Institutionelle Globalisierung

Wenn das Gremium der Zentralbankgouverneure und Finanzminister dagegen Fehlentwicklungen an Devisenmärkten konstatiert, so sind weitere Aktionen einer erfolversprechenden Währungs Kooperation erforderlich. Sie reichen von gleichlautenden Erklärungen zur Neuorientierung der Erwartungsbildung über abgestimmte zinspolitische Maßnahmen bis zu international koordinierten sterilisierten oder nicht sterilisierten Devisenmarktinterventionen, soweit dadurch die Preisstabilität nicht gefährdet wird. Alle Maßnahmen sind allein daran zu orientieren, so zu verhindern, daß von gesamtwirtschaftlichen Bedingungen und Perspektiven gelöste Wechselkursserwartungen die Kursbildung am Devisenmarkt beherrschen und zu länger andauernden Fehlentwicklungen führen.

Man mag darüber streiten, ob der hier vorgeschlagene Weg ausreichend und erfolversprechend ist. Wie konkret vorzugehen ist, um stabilere Währungsbeziehungen zu erreichen, ist eine Frage der Durchsetzungsfähigkeit und Zweckmäßigkeit. Zentral aber ist es, in den Köpfen der für die internationale Wirtschaftspolitik Verantwortlichen zu verankern, daß die marktmäßige Globalisierung der Finanzbeziehungen wegen mangelnder Effizienz von Finanz-

märkten eine flankierende institutionelle Globalisierung erfordert. Notwendige strukturelle und deshalb mikroökonomisch orientierte Reformen der internationalen Finanzarchitektur sind zu ergänzen

durch eine zwischen den großen Wirtschafts- und Währungsräumen der Welt besser abgestimmte makroökonomische Stabilisierungspolitik. Beides ist durch ein passendes internationales Orga-

nisationsdesign zu komplettieren. Zusammengenommen kann es dadurch gelingen, fundamental falschen Wechselkursen präventiv zu begegnen und sie nicht erst nachträglich abzubauen.

Hermann Remsperger

Neues Weltwährungssystem nicht erforderlich

Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems 1973 und den dabei gewonnenen Erfahrungen mit festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen wird die Bestimmung der Kursrelationen zwischen den wichtigsten Weltwährungen im Wesentlichen dem freien Spiel der Märkte überlassen. Auf Grund der seither beobachteten kurzfristigen Wechselkursschwankungen und der zeitweise beachtlichen mittelfristigen „Fehlbewertungen“ von Währungen wurde die Entwicklung an den Devisenmärkten mehr oder weniger kontinuierlich von der Diskussion um die Angemessenheit des bestehenden Systems weitgehend flexibler Wechselkurse und um eine mögliche Rückkehr zu einer stärkeren institutionellen Strukturierung der Währungsbeziehungen begleitet. Während die Diskussion über längere Strecken eher ein Schattendasein abseits einer allgemeinen öffentlichen Beteiligung führt, gewann sie zuweilen – und meist im Zusammenhang mit stärkeren Wechselkursbewegungen, wie beispielsweise Mitte der achtziger Jahre – deutlich an Intensität, wobei sich die ausgetauschten Argumente jedoch im Zeitablauf nicht wesentlich veränderten.

Eine solche Wiederbelebung der Debatte um die optimale Aus-

gestaltung des Weltwährungssystems kann auch in jüngster Zeit wieder beobachtet werden. Ausschlaggebend hierfür ist zum einen die Asienkrise, die von vielen Beobachtern als durch die vorangegangenen Verschiebungen im internationalen Währungsgefüge zumindest mitverursacht angesehen wird. Darüber hinaus erfuhr die Diskussion auch durch die Einführung des Euro und die damit verbundene Erwartung einer beschleunigten Entwicklung hin zu einem bi- bzw. tripolaren Weltwährungssystem Auftrieb. In den Augen vieler Kommentatoren gewann die Frage dann in der Folgezeit zusätzlich an Dringlichkeit als die junge europäische Währung während der ersten eineinhalb Jahre ihres Bestehens zur Schwäche neigte. Trotz niedriger Inflationsraten und geringer Inflationsdifferenzen gegenüber den USA und Japan hat sich der Euro von Anfang 1999 bis Anfang Juni diesen Jahres im Verhältnis zum US-Dollar um 20% und gegenüber dem japanischen Yen um fast 25% abgewertet. Derartige Wechselkursbewegungen werden vielfach als unerwünscht angesehen und haben den Ruf nach einer Verbesserung der Funktionsweise des Weltwährungssystems durch eine entsprechende Umgestaltung laut werden lassen.

In diesem Zusammenhang stellt sich zunächst einmal die Frage, inwieweit vor allem die Entwicklung des Euro seit seiner Einführung tatsächlich eine Neubewertung dieser Thematik erforderlich macht. In Bezug auf kurzfristige Wechselkursschwankungen ist dabei festzustellen, dass die Volatilität monatlicher Veränderungsdaten für den Euro verglichen mit der vorangegangenen Erfahrung für die D-Mark bislang eher geringer ausgefallen ist. Empirische Untersuchungen haben darüber hinaus gezeigt, dass kurzfristige Wechselkursschwankungen ohnehin – wenn überhaupt – nur einen begrenzten Einfluß auf die realen Bereiche der Wirtschaft ausüben.

Aussagen über die erheblich wichtigeren mittelfristigen Verzerrungen im Währungsgefüge sind allgemein wesentlich schwieriger zu machen. Durch den mit der Einführung des Euro verbundenen Regimewechsel und die damit einhergehenden möglichen Strukturbrüche in etablierten Beziehungen zwischen Fundamentaldaten und Wechselkursen gewinnt diese Aufgabe in der gegenwärtigen Situation noch einmal einige Grade an Komplexität. Nähert man sich der Vorstellung einer möglichen Fehlbewertung im Sinne der Kaufkraftparität durch die Betrachtung von