

Remsperger, Hermann

**Article — Digitized Version**

## Brauchen wir ein anderes Weltwährungsregime? - Neues Weltwährungssystem nicht erforderlich

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Remsperger, Hermann (2000) : Brauchen wir ein anderes Weltwährungsregime? - Neues Weltwährungssystem nicht erforderlich, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 80, Iss. 6, pp. 332-334

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/40629>

**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.*

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 dieses 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

Abweichungen des realen Wechselkurses von seinem längerfristigen Durchschnitt, so zeigt sich, dass die gegenwärtige Wechselkursituation in einigen Aspekten durchaus von der historischen Erfahrung abweicht. So übersteigen beispielsweise die gegenwärtig beobachteten Entfernungen des Euro-Wechselkurses von der Kaufkraftparität im Verhältnis zum japanischen Yen leicht die Werte, die während der zwei vorangegangenen Jahrzehnte erreicht wurden. Ähnliches lässt sich bezüglich des britischen Pfundes sagen. Mit Blick auf den US-Dollar lässt sich feststellen, dass dieser zwar ein gutes Stück von den Extremwerten Mitte der 80er Jahre entfernt ist. Er liegt jedoch auf dem höchstem Niveau, das seitdem erreicht wurde. Auch für den effektiven realen Wechselkurs gegenüber den Währungen der 13 wichtigsten Handelspartner gehen die Abweichungen des Euro-Wechselkurses etwas über in der Vergangenheit für die D-Mark beobachtete Werte hinaus.

Mittelfristige Abweichungen des realen Wechselkurses vom durch die Kaufkraftparität vorgegebenen Gleichgewicht lassen sich in der Regel relativ gut durch verschiedene Fundamentalfaktoren, wie Realzins- oder Produktivitätsunterschiede, erklären. Allerdings ergeben sich beispielsweise für den Euro-US-Dollar-Wechselkurs beträchtliche Abweichungen von dem durch traditionelle Beziehungen zu diesen Fundamentalvariablen vorgegebenen Pfad. Diese können durch den möglicherweise mit dem Beginn der Währungsunion verbundenen Strukturbruch bedingt sein, stellen jedoch wahrscheinlicher das Ergebnis von durch die Eigendynamik des Devisenmarktes getriebenen Verzerrungen dar. Als Fazit dieser Betrachtungen lässt sich somit fest-

halten, dass einige Aspekte der Erfahrung mit der neuen europäischen Gemeinschaftswährung es durchaus sinnvoll erscheinen lassen, die Frage nach einer möglichen Neuordnung des Weltwährungssystems noch einmal aufzugreifen und die wesentlichen Probleme, die sich im Zusammenhang mit einer solchen Neuordnung ergeben, darzulegen.

### Neuordnung der Währungsbeziehungen?

Eine in diesem Zusammenhang häufig ins Spiel gebrachte Möglichkeit zur Neuordnung der Währungsbeziehungen besteht in der Rückkehr zu einem System prinzipiell fester, jedoch unter bestimmten Voraussetzungen anpassbarer Wechselkurse – ähnlich dem System von Bretton-Woods und möglicherweise ergänzt durch ein System von Bandbreiten oder Zielzonen. Derzeit und für die absehbare Zukunft scheint ein solches System jedoch kaum durchsetzbar. Und dies aus gutem Grund: Wechselkursbewegungen sind – trotz zeitweiliger Übertreibungen – auf längere Sicht vor allem fundamental bedingt. Sie erfüllen im Allgemeinen eine sinnvolle Ausgleichsfunktion und erhöhen somit die Schockverarbeitungskapazität des internationalen Wirtschaftsgefüges. Die Wechselkursstabilisierung innerhalb enger Bandbreiten setzt somit eine entsprechende Anpassung und internationale Koordinierung der relevanten Fundamentalfaktoren voraus. Die damit einhergehende Einschränkung des wirtschaftspolitischen Handlungsspielraums birgt Konfliktpotentiale zwischen internen und externen Politikzielen, die sich, wie die Erfahrung in der Endphase des Bretton-Woods-Systems gezeigt hat, vor allem im Bereich der Geldpolitik einstellen können. Ohne Kon-

vergenz der Fundamentaldaten zwischen den großen Währungsblöcken würde die Volatilität, die aus den Wechselkursen herausgenommen wird, teilweise lediglich auf andere volkswirtschaftliche Größen wie beispielsweise die Zinsen umgeleitet, die unter Umständen wesentlich schlechter geeignet sind, derartige Schwankungen und Spannungen zu verarbeiten.

Wichtige Lehren in Bezug auf die Ausgestaltung des Weltwährungssystems lassen sich auch aus der Diskussion um die Optimalität von Währungsräumen – als Extremform der Wechselkursfixierung – ziehen. Ein optimaler Währungsraum zeichnet sich unter anderem durch ein hohes Maß an Schocksymmetrie, hohe Arbeitsmobilität sowie eine flexible Lohn- und Preisfindung innerhalb des Währungsraums aus. Der nominale Wechselkurs verliert in dem Maße, in dem diese Bedingungen erfüllt sind, an Bedeutung für die wirtschaftliche Stabilisierung. Die Voraussetzungen eines optimalen Währungsraums sind im Fall der G3-Länder sicher nicht gegeben. Darüber hinaus lassen selbst bei hinreichender Schocksymmetrie unterschiedliche Präferenzen hinsichtlich der Reaktion auf Schocks und die unterschiedliche Schockverarbeitung in den verschiedenen Ländern ein Verzicht auf die stabilisierende Wirkung des nominalen Wechselkurses wenig sinnvoll erscheinen.

Unabhängig davon ergäbe sich im Zuge der praktischen Umsetzung das überaus schwierige Problem der Bestimmung von angemessenen Leitkursen, zu denen das internationale Wirtschaftsgefüge zumindest zeitweilig festgezurrt werden sollte. Derzeit ist die wirtschaftswissenschaftliche Forschung noch nicht in der Lage, ein Wechselkursmodell anzubieten,

welches die hierfür entscheidende Frage der Gleichgewichtswechselkurse hinreichend präzise beantworten könnte. Steht das Problem der Bestimmung des Gleichgewichtskurses einer Fixierung allgemein entgegen, so erhält dieses Argument in der gegenwärtigen Situation zusätzliches Gewicht. So sind Umfang und Auswirkungen der durch die Euro-Einführung ausgelösten Dynamik an den europäischen Finanzmärkten noch nicht vollständig abzuschätzen. Auch sind die internationalen Portfolioanpassungen an die veränderten Umstände bei weitem noch nicht abgeschlossen. Darüber hinaus erschweren Unsicherheiten über „new economy“-Effekte diesseits und jenseits des Atlantiks die Bestimmung von Währungsgleichgewichten.

#### **Der Zielzonenansatz**

Um diesen Unsicherheiten bei der Quantifizierung gleichgewichtiger Wechselkurse Rechnung zu tragen, wird als Kompromisslösung mitunter vorgeschlagen, das Wechselkurssystem mit entsprechend weiten Bändern auszustatten. Ein solcher Zielzonenvorschlag sieht sich jedoch im Prinzip mit denselben allgemeinen Problemen fester Wechselkurse hinsichtlich der Bestimmung von Gleichgewichtskursen und der Politikkoordinierung konfrontiert – wenn auch teilweise in abgeschwächter Form. Legt man nur „weiche“ Bänder ohne eindeutige Interventionsverpflichtungen fest, um diese Problematik so weit wie möglich zu umgehen, kann sich die Versuchung zu spekulativen Tests der festgelegten Bänder sogar noch erhöhen. Auch würde der von der Existenz der Bänder ausgehende Stabilisierungseffekt, dessen Bedeutung empirisch ohnehin eher fragwürdig ist, bei mangelnder Glaubwürdigkeit weiter vermin-

dert. Im Rahmen des Zielzonenansatzes wird zuweilen auch vorgeschlagen, häufigere Anpassungen des nominalen Bandes vorzunehmen und dadurch den realen Wechselkurs zu stabilisieren. Allerdings sollten bei einem solchen Vorgehen gleichgewichtige Änderungen des realen Wechselkurses, wie sie sich z.B. im Fall von unterschiedlichen Produktivitätsentwicklungen in den betreffenden Ländern ergeben, berücksichtigt werden. Dies setzt wiederum die Verfügbarkeit eines allgemein akzeptierten und darüber hinaus korrekten Modells voraus.

Neuere Entwicklungen im wirtschaftlichen Umfeld lassen im Übrigen Zweifel an der Funktionsfähigkeit globaler Festkurssysteme angebracht erscheinen: Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnologie in Verbindung mit einem weitgehend liberalisierten Kapitalverkehr mit massiven privaten Kapitalströmen führen zu einer ausgesprochenen Sensibilität der Märkte gegenüber neuen Informationen. Da die G3-Staaten keinen optimalen Währungsraum darstellen und der politische Wille zu einer Unterordnung nationaler Politiken unter die Erfordernisse der Wechselkursstabilisierung zu Recht nicht erkennbar ist, erscheint es mehr als fraglich, ob ein System fester Wechselkurse glaubwürdig sein kann. Damit ergibt sich bei hoher Kapitalmobilität sofort die Gefahr, dass das System durch spekulative Attacken und Kapitalflüsse zu Fall gebracht wird. Diese können möglicherweise sogar selbsterfüllender Natur sein, wie im Zusammenhang mit der EWS-Krise der frühen Neunziger oft argumentiert wird. Somit wird vielfach behauptet, dass sich die Wahl des Wechselkurssystems zumindest im globalen Kontext auf die Wahl zwischen

den Extremen flexible Wechselkurse oder Währungsunion reduziert. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten Probleme fester Wechselkurse besteht mit Blick auf die Kurse zwischen den wichtigsten Weltwährungen somit die einzig realisierbare und ökonomisch sinnvolle Alternative in der Beibehaltung des derzeitigen Systems weitestgehend flexibler Wechselkurse.

#### **Kein Bedarf an neuem Weltwährungssystem**

Schließlich werden Vorschläge diskutiert, ein solches System flexibler Wechselkurse durch fallweise koordinierte Interventionen zu ergänzen, um nicht-fundamental begründete Übertreibungen von Wechselkursentwicklungen aus dem Markt zu nehmen. Ein derartiges Auseinanderlaufen von Fundamentalfaktoren und Wechselkursen kann beispielsweise in der Form spekulativer Blasen auftreten, kann seine Ursache jedoch auch im Zusammenspiel von sogenannten Chartisten und Fundamentalisten oder in Tendenzen zum gleichgerichteten Verhalten an den Devisenmärkten haben. Neben der Frage, inwieweit Interventionen, insbesondere der sterilisierten Art, überhaupt effektiv sind, ergibt sich das Problem, mögliche Fehlentwicklungen nicht nur allgemein zu erkennen, sondern sie zeitgleich zu erkennen. In der Regel werden derartige Übertreibungen der Märkte ohnehin durch die Selbstheilungskräfte der Märkte innerhalb eines vertretbaren Zeitrahmens korrigiert und zurückgebildet.

Zusammenfassend läßt sich konstatieren, daß derzeit kein Bedarf an einem neuen Weltwährungssystem festzustellen ist. Solange die Weltwirtschaft durch unterschiedliche Wirtschaftsstrukturen in den verschiedenen Ländern

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-