

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

WOCHENBERICHT 19/95

Berlin

Stöglin

11. Mai 1995

62. Jahrgang

Von der Dollarschwäche zur Währungskrise?

Die Lage an den Devisenmärkten hat sich in den letzten Wochen etwas entspannt. Zu einer Korrektur der kräftigen Höherbewertung von japanischem Yen, dem Schweizer Franken und der D-Mark ist es aber nicht gekommen. Alle drei Währungen haben sich gegenüber der Gruppe ihrer wichtigsten Handelspartner real kräftig aufgewertet¹. Ende April war der reale Außenwert der D-Mark um 7 vH höher als im Durchschnitt des Jahres 1994 und um 6,5 vH höher als Ende 1994.

Reale Aufwertungen dieses Ausmaßes hat es in den letzten 20 Jahren nur zweimal gegeben: Nach der Korrektur des Dollarkurses im Frühjahr 1985 stieg der reale Außenwert der D-Mark gegenüber 18 Industrieländern von März 1985 bis zum Jahresende um 5 vH. Nach den Turbulenzen im Europäischen Währungssystem im September 1992 erhöhte sich der reale Außenwert der D-Mark innerhalb von 12 Monaten um 6 vH. Anders als damals verzichteten die Notenbanken und Regierungen der wichtigsten Länder auf eine konzertierte politische Aktion zur Beruhigung der Märkte². Lediglich in Deutschland wurde der Diskontsatz auf 4 % und in Japan auf 1 % gesenkt.

Starke reale Aufwertungen bleiben — wie sich in der Vergangenheit in Deutschland und insbesondere die derzeitige Erfahrung Japans zeigt — nicht ohne Folgen für die konjunkturelle Entwicklung. Die im Wettbewerb mit ausländischen Anbietern stehenden Produkte werden teurer, wenn die Unternehmen nicht mit entsprechenden Senkungen der DM-Preise reagieren und damit Gewinneinbußen hinnehmen. Die Gewinnkompression schlägt sich in der Regel in sinkenden Ertragserwartungen und damit in einer tendenziell rückläufigen Investitionsbereitschaft nieder. Diesem negativen Effekt steht allerdings der positive terms of trade-Effekt einer realen Aufwertung gegenüber: Die Im-

portpreise steigen nun weniger stark, so daß mit dem gleichen Exporterlös mehr Importgüter gekauft werden können. Das ist für sich genommen vorteilhaft; unwahrscheinlich ist allerdings, daß der Exportwert unverändert bleibt. Sinkt er, ist es eine offene Frage, ob der Gesamteffekt für die Volkswirtschaft positiv oder negativ ist.

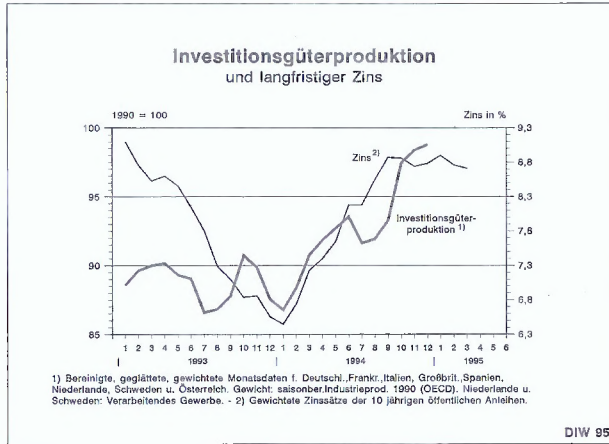
Negative Auswirkungen auf die Standortsituation im Aufwertungsland und die Ertragserwartungen der Unternehmen ergeben sich auch, wenn die Importeure auf Preissenkungen verzichten und die Abwertung ihrer Währung zum Anlaß nehmen, ihre Gewinnmargen zu erhöhen. Zwar erleiden in diesem Fall die Konkurrenten im Aufwertungsland keine unmittelbare Gewinneinbuße, und der positive terms of trade-Effekt bleibt aus, doch die Investitionsbedingungen für die ausländischen Konkurrenten verbessern sich und damit auch deren zukünftige Wettbewerbsfähigkeit.

Eine weitere Konsequenz einer starken Aufwertungstendenz darf nicht übersehen werden. In der Regel geht diese mit einer Zinssenkung am langen Ende im Aufwertungsland einher, da die internationalen Anleger nicht nur kurzfristige Titel kaufen, sondern auch langlaufende Anlagen, um zusätzlich zum Aufwertungsgewinn eine möglichst gün-

¹ Eine Währung wertet real auf, wenn ihr nominaler Wert im Ausland (Außenwert) stärker steigt, als es der Differenz der Preissteigerungsraten zwischen Inland und Ausland entspricht.

² Das Plaza-Agreement und der Louvre-Akkord stellen die beiden bedeutendsten währungspolitischen Abkommen in den achtziger Jahren dar. Während das Plaza-Agreement vom 22. September 1985 darauf abzielte, die Talfahrt des US-Dollars zu bremsen, enthält der Louvre-Akkord vom 22. Februar 1987 die Verpflichtung der Teilnehmerländer, den Dollarkurs auf dem damals erreichten Niveau von 1,80 DM zu stabilisieren.

Schaubild 1

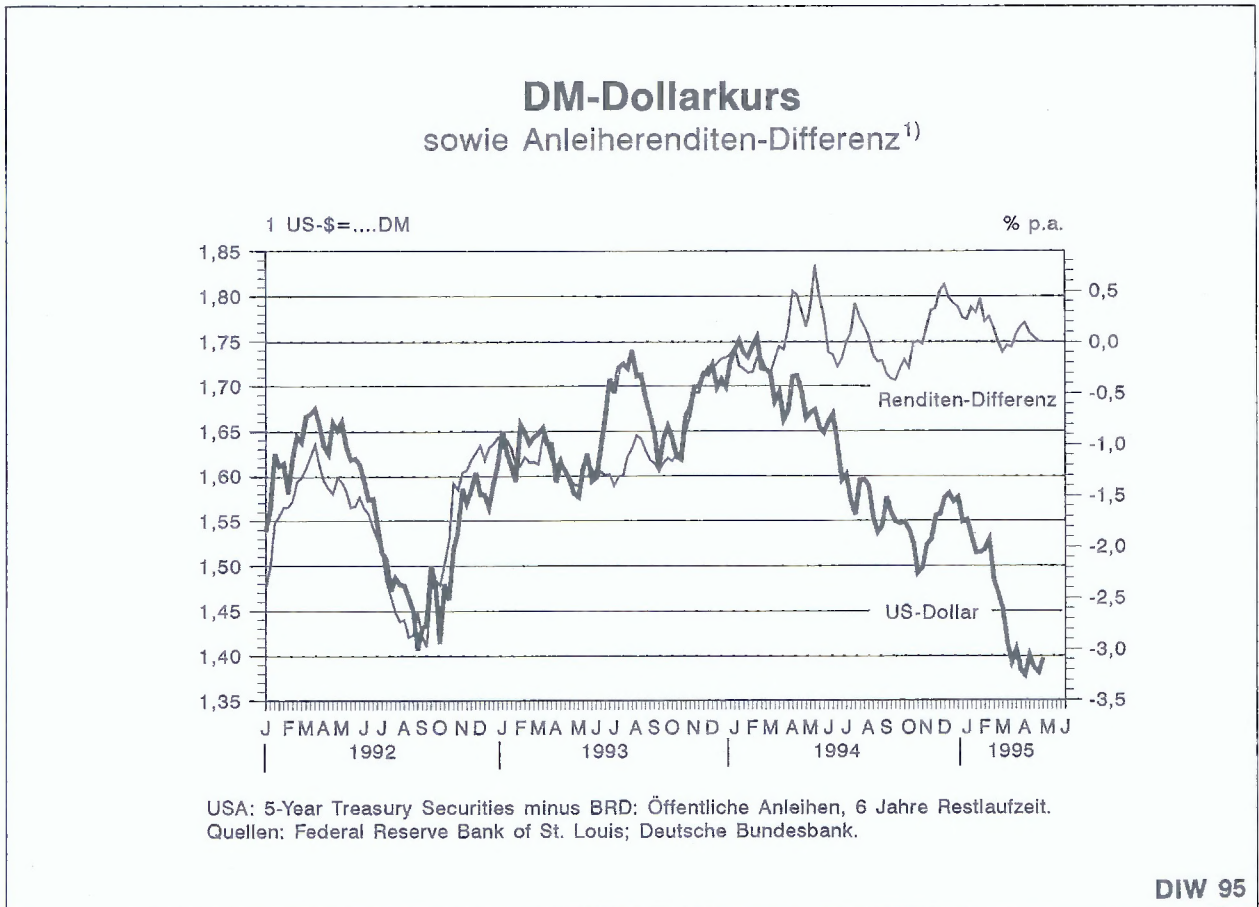


stige Verzinsung zu erzielen. In Deutschland etwa ist der Kapitalmarktzins, der zu Anfang dieses Jahres noch bei 7,6 % gelegen hatte, inzwischen um einen Prozentpunkt auf 6,6 % gesunken. Die Bundesbank hat mit der Rücknahme des Diskontsatzes von 4,5 % auf 4 % Ende März diese Entwicklung zumindest teilweise nachvollzogen. Diese Zinssenkungen schaffen für sich genommen bessere Voraussetzungen für eine langanhaltende und kräf-

tige Aufwärtsbewegung der deutschen Wirtschaft, als sie im Herbst letzten Jahres noch erwartet werden konnten.

Die deutsche Konjunktur bewegt sich also derzeit im Spannungsfeld von realer Aufwertung einerseits und sinkenden Kapitalmarktzinsen andererseits. Welcher Effekt überwiegt, läßt sich aber allein aus der Analyse der nationalen Gegebenheiten nicht schließen. Dazu muß vielmehr die konjunkturelle Entwicklung in Westeuropa mitberücksichtigt werden. Hier haben die Abwertungen ihre Spuren am Geld- und Kapitalmarkt hinterlassen. So wurden in Frankreich die kurzfristigen Zinsen von 6,4 auf zeitweilig 8 % angehoben, um eine Abwertung des Franc gegenüber der D-Mark zu vermeiden. Langfristige Titel werden in Frankreich teilweise mit hohen Abschlägen gehandelt. In Italien sind die langfristigen Zinsen von Februar bis März um knapp 3 Prozentpunkte auf 13 % gestiegen. Insgesamt sind die langfristigen Zinsen in Westeuropa seit der Jahreswende nur geringfügig gesunken und verharren damit — auch im Vergleich zu den USA — auf einem aus konjunktureller Sicht sehr hohen Niveau (Schaubild 1). Negative Auswirkungen auf die Investitionsgüternachfrage sind daher nicht auszuschließen. Nicht nur die deutsche, sondern die gesamte europäische Konjunktur droht zum Verlierer der Stärke der D-Mark zu werden. Um so dringlicher ist daher die Frage, welches die Ursachen der Aufwertung der

Schaubild 2



D-Mark sind und welche Chancen bestehen, Fehlentwicklungen durch geeignete wirtschaftspolitische Maßnahmen zu begegnen.

Ursachen der jüngsten D-Mark-Aufwertung

Die Turbulenzen innerhalb des europäischen Währungssystems (EWS) wurden vor allem durch die Schwäche des US-Dollars ausgelöst, die zu Beginn des vergangenen Jahres einsetzte und sich im Februar 1995 dramatisch verschärfte (Schaubild 2). Zur Erklärung der Dollarschwäche wird immer wieder auf das „Doppeldefizit“ im amerikanischen Bundeshaushalt sowie der amerikanischen Leistungsbilanz verwiesen. Eine solche Argumentation vermag jedoch nicht zu überzeugen. Die USA haben gerade in den vergangenen Jahren beachtliche Erfolge bei der Konsolidierung des Bundeshaushaltes erzielt. Der Haushalt des Gesamtstaates (also einschließlich der Haushalte der Einzelstaaten) weist praktisch kein Defizit mehr auf. Das Leistungsbilanzdefizit ist 1994 zwar wieder gestiegen, seine Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist mit 1,6 vH 1993 und 1,8 vH 1994 jedoch weitgehend stabil geblieben. Für 1995 ist mit einem leichten Rückgang zu rechnen. Steht die Zahlungsfähigkeit eines Landes außer Zweifel, gibt es im übrigen keinen Grund, warum die Anleger auf dessen Währung laufende Schuldtitel meiden sollten — es sei denn, Zinsänderungs- und/oder Wechselkursänderungserwartungen stünden dem entgegen.

In der Tat spricht manches dafür, daß die Dollar-Schwäche vor allem das Ergebnis eines Zusammenspiels von Preissteigerungs- und Zinsänderungserwartungen war und ist. Die zunehmende Auslastung des amerikanischen Produktionspotentials sowie die Verringerung der Arbeitslosenquote weckten um die Jahreswende 1993/94 Befürchtungen, daß sich der Preisauftrieb künftig wieder verschärfen könnte. Daraufhin erhöhte die Notenbank den Leitzins um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt. Auch der Kapitalmarktzins zog daraufhin an. Für sich genommen hätte dies zu einer Zunahme der Attraktivität auf US-Dollar lautender Finanztitel und folglich zu einer Aufwertung der amerikanischen Währung führen müssen. Auch die robuste realwirtschaftliche Entwicklung hätte eher zugunsten einer Dollaraufwertung gesprochen. In dieser Phase überwogen jedoch die Preissteigerungs- und damit Abwertungserwartungen, die durch die zinspolitischen Schritte der amerikanischen Notenbank offenbar zunächst eher bestätigt als widerlegt wurden. Die D-Mark wurde mehr und mehr zum sicheren Hafen und wertete nominal und real auf.

Eine einmal in Gang befindliche Aufwertung verstärkt sich erfahrungsgemäß leicht selbst, da immer mehr Anleger versuchen, von der Aufwertung zu profitieren, so daß die abwertende Währung weiter unter Druck bleibt. Wechselkursänderungserwartungen spielen also zeitweilig durchaus eine eigenständige Rolle. Auch singuläre Ereignisse, die sich kaum systematisch mit dem Dollarkurs in Verbindung bringen lassen (wie der Zusammenbruch der

Baring-Bank), vermögen diesen dann zu beeinflussen. Bemerkenswert ist zudem, daß Inflationserwartungen immer wieder aufflammten, obgleich die amerikanische Zentralbank den kurzfristigen Zins weiter heraufsetzte und die Preisentwicklung insgesamt moderat blieb. So lag der Anstieg der Verbraucherpreise im Durchschnitt des Jahres 1994 bei 2,6 vH. Ob sich der Preisauftrieb 1995 beschleunigt, ist derzeit noch offen. Schaubild 3 verdeutlicht, daß die Aufwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar jedenfalls nicht durch tatsächliche Unterschiede der Preisentwicklung in beiden Ländern erklärbar ist. Auch die Preiserwartungen können bei realistischer Einschätzung der Lage nicht so weit auseinander laufen.

Dies zu konstatieren heißt, eine fundamentale Begründung für die Wechselkursentwicklung zumindest kurzfristig auszuschließen. Ad hoc-Erklärungen, wie die der „Defizite“, sind jedenfalls nicht besser geeignet als eine nicht-fundamentale Erklärung, die aber von der Eigendynamik der Devisenmärkte gestützt wird.

Im Februar geriet der US-Dollar erneut unter Druck. Eine wesentliche Rolle dürfte dabei gespielt haben, daß die amerikanische Zentralbank zu Monatsbeginn ein Ende der Zinsanhebungen in Aussicht gestellt und sogar Hoffnungen auf Zinssenkungen geweckt hatte³. Davon profitierten zwar die Kapitalmärkte, nicht aber der Dollarkurs. Maßgeblich dürfte hierbei die Erwartung vieler Marktteilnehmer gewesen sein, daß sich bei unverändertem inflationären Umfeld die Differenz der Anleiherenditen wieder zu Lasten der USA ändern könnte.

Wie schon 1992 löste auch diesmal die Abwertung des US-Dollar krisenhafte Entwicklungen innerhalb des EWS aus. Dennoch gibt es wesentliche Unterschiede. Im September 1992 führten die Turbulenzen an den Devisenmärkten Europas zu einer Korrektur von Fehlentwicklungen. Der Versuch, von 1987 bis 1992 die nominalen Wechselkurse innerhalb des EWS ohne Rücksicht auf Preissteigerungsdifferentiale zwischen den Teilnehmerländern zu stabilisieren, hatte eine deutliche reale Unterbewertung der D-Mark zur Folge gehabt. Dies wurde, wie Schaubild 3 zeigt, durch die Neubewertung lediglich ausgeglichen, so daß die Wettbewerbsverhältnisse sich anglichen. Die gegenwärtige Dollarkrise führt jedoch von der Kaufkraftparität weg und mündet in eine Überbewertung der D-Mark. Die Frage ist, ob und wie lange eine solche Überbewertung anhalten kann.

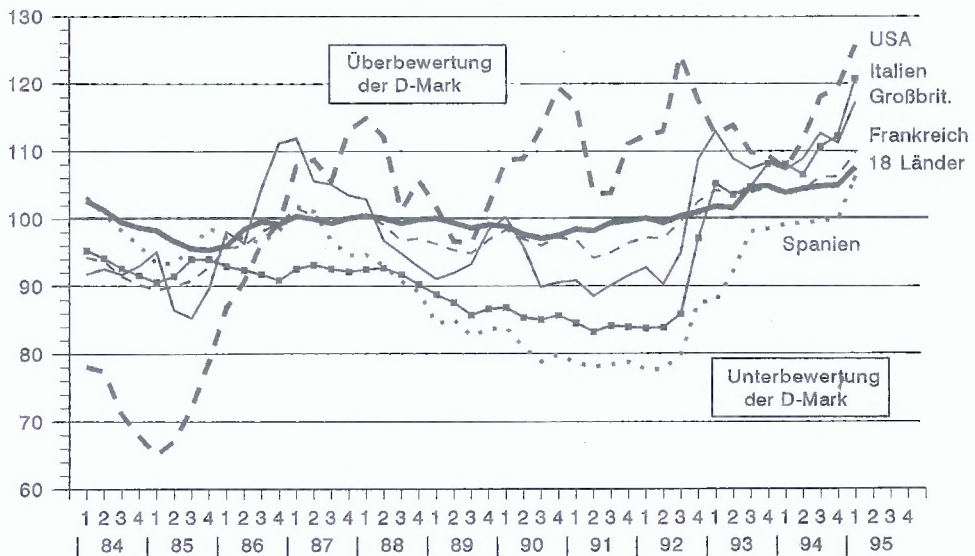
Langfristige Bestimmungsgründe der Wechselkursentwicklung

Kurzfristig wird die Wechselkursentwicklung durch eine Reihe von Einflußfaktoren geprägt, von denen mal der eine,

³ So formulierte Alan Greenspan am 22. Februar 1995: „There may come a time when we hold our policy stance unchanged, or even ease, despite adverse price data, should we see signs that underlying forces are acting ultimately to reduce inflation pressures“. Zitiert nach: The Wall Street Journal Europe, 23.2.95, S. 12.

Schaubild 3

Realer Außenwert¹⁾ der D-Mark und Kaufkraftparitäten



1) Auf Verbraucherpreisbasis. Kaufkraftparität gegenüber der jeweiligen Währung = 100.
Quellen: Deutsche Bundesbank; OECD; Berechnungen des DIW.

DIW 95

mal der andere in den Vordergrund rückt. Selbst vage Vermutungen über denkbare ökonomische Zusammenhänge können dabei ganz kurzfristig erhebliche Bedeutung erlangen. Verfehlt wäre jedoch der Schluß, daß die Wechselkursentwicklung auch langfristig keinerlei Gesetzmäßigkeiten folge und sich somit jeglicher Deutung entziehe. Kein Land kann sich auf Dauer Kosten- und Preissteigerungen leisten, die über die Kosten- und Preissteigerungen der wichtigsten Handelspartner hinausgehen, ohne an Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren. Ein solches Land wird früher oder später das Vertrauen der internationalen Kapitalanleger verlieren und sich — wie jedes Unternehmen — Zahlungsschwierigkeiten gegenübersehen, die zum Umsteuern zwingen. Geschieht das nicht mit Hilfe nationaler wirtschaftspolitischer Anpassungsmaßnahmen, kann der Wechselkurs auf Dauer nicht gehalten werden. Die Währung eines solchen Landes muß abwerten. Umgekehrt gilt, daß sich über kurz oder lang die Währung eines Landes aufwertet, das durch andauernd geringere Kosten- und Preissteigerungen Wettbewerbsvorteile gegenüber seinen Handelspartnern erlangt.

Betrachtet man die Entwicklung der Lohnstückkosten, um die gesamtwirtschaftliche Kostenabwicklung abzubilden⁴, so zeigt sich, daß beispielsweise die Kosten in West-

deutschland im Verlauf der letzten 25 Jahre in Landeswährung weitaus weniger stark gestiegen sind als in den übrigen Industriestaaten (Schaubild 4). Nahezu Jahr für Jahr kann für die Bundesrepublik eine Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit konstatiert werden, wenn man nur die inländischen Bestimmungsgründe der internationalen Wettbewerbssituation betrachtet. Bei unverändertem nominalen Wechselkurs wäre der reale Außenwert der D-Mark ständig gesunken, und die Bundesrepublik Deutschland hätte stetig an Wettbewerbsfähigkeit gewonnen. Werden hingegen Wechselkursänderungen mitberücksichtigt, so zeigt sich, daß nominale Aufwertungen der D-Mark immer wieder dazu führten, daß die neu entstandenen Wettbewerbsvorteile aufgezehrt wurden (Schaubild 5). Der Marktprozeß sorgt somit dafür, daß Wettbewerbsvorteile ein temporäres Phänomen bleiben.

Folglich ist zu erwarten, daß der reale Wechselkurs auf längere Sicht konstant ist. Für die Bundesrepublik Deutschland bestätigt sich diese Vermutung (Schaubild 6).

⁴ Das ist deshalb sinnvoll, weil die Lohnkosten zwar nicht aus einzel-, wohl aber aus gesamtwirtschaftlicher Sicht die entscheidende Kostenkomponente darstellen. Der Grund dafür liegt darin, daß auch Vorleistungen, mit Ausnahme der im Ausland bezogenen, letztlich durch inländische Arbeit hergestellt werden.

Schaubild 4



Ein weniger einheitliches Bild bieten dagegen die USA und Japan. So wertete sich der US-Dollar von 1980 bis 1984 nicht nur nominal, sondern auch real beträchtlich auf. Ursächlich dafür dürfte vor allem das „Vertrauen“ in die angebotsorientierte Wirtschaftspolitik Präsident Reagans gewesen sein. Dabei stieg der reale Außenwert um gut 40 vH über sein Niveau von 1980. Als sich indessen die fundamentalen Defizite einer solchen Strategie immer deutlicher abzeichneten — die Leistungsbilanzdefizite der USA erreichten bis dahin kaum für möglich gehaltene Ausmaße —, wertete der US-Dollar wieder massiv ab. Zur Jahreswende 1987/88 hatte der US-Dollar sein Ausgangsniveau wieder erreicht. Danach blieb der reale Außenwert des Dollar relativ stabil.

Nur die Veränderungen des realen Wechselkurses des Yen lassen sich nicht ohne weiteres mit den gängigen Überlegungen in Einklang bringen. Im Verlauf der letzten 25 Jahre wertete sich der Yen trendmäßig auf. Bis vor kurzem war es Japan gelungen, die damit verbundenen Anpassungszwänge weitgehend „geräuschlos“ zu bewältigen. Nach der jüngsten Aufwertung ist das nicht mehr zu erwarten. Es ist folglich nicht auszuschließen, daß es auch in Japan zu Fehlentwicklungen kommt, die deutlich machen, daß das Land eine weitere Aufwertung nicht mehr verkraften kann. Eine dramatische Korrektur des Wechselkursniveaus ist dann nicht auszuschließen.

Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik

Selbst wenn, wie im Fall Deutschlands, der reale Wechselkurs auf längere Sicht praktisch konstant ist, können starke kurzfristige Änderungen des realen Wechselkurses enorme Auswirkungen haben. Unabhängig davon, ob sich für derartige Verschiebungen des Wechselkursgefüges ad hoc-Erklärungen finden lassen oder nicht, ergeben sich Kosten nicht nur für einzelne Unternehmen, sondern für die Volkswirtschaft insgesamt. Damit stellt sich die Frage, über welche Anpassungsmechanismen eine Volkswirtschaft verfügt, um mit einer schockartigen Aufwertung der heimischen Währung fertig zu werden.

Trüben sich die Ertragserwartungen der Unternehmen ein, verringert sich auch deren Investitionsbereitschaft. Geht infolgedessen die Kapitalnachfrage zurück, sinkt auch der langfristige Zins. Auf diese Weise wird der gesamtwirtschaftlichen Abschwächung entgegengewirkt. Eine entsprechende Entwicklung ergibt sich bei einer potentialorientierten Geldpolitik auf dem Geldmarkt. Sinkt das gesamtwirtschaftliche Einkommen, geht die Geldnachfrage zurück. Läßt die Zentralbank das Geldangebot mit einer Rate wachsen, die der erwarteten Wachstumsrate des Produktionspotentials entspricht, werden die Geldmarktzinsen sinken.

Die Funktion der Zinssenkung im potentialorientierten Konzept ist es, neue Investitionschancen zu schaffen und damit Investitionen zu induzieren, die an die Stelle der durch die reale Aufwertung nicht mehr rentablen Investitionsprojekte treten. Nur wenn man das Potentialkonzept in einer sehr engen Fassung vertritt, könnte man das anders sehen: Dann müßte man argumentieren, die reale Aufwertung vernichte auf Dauer Wachstumschancen, und daher müsse der Zuwachs des Produktionspotentials auf Dauer niedriger sein als bisher, so daß die Geldpolitik den Geldangebotspfad nach unten zu korrigieren hätte. Bei unverändertem Geldmarktzins und sinkendem Kapitalmarktzins verringert sich dann der Zinsabstand zwischen kurz- und langfristigen Anlagen. Damit stiege der Anreiz, aus langfristigen in kurzfristige Anlagen umzuschichten, so daß für Investitionszwecke weniger Geldkapital zur Verfügung stünde.

Der Potentialpfad der Volkswirtschaft sollte jedoch die mittelfristigen Investitionschancen widerspiegeln („potentielles Potential“) und nicht nur das aktuelle Potentialwachstum, weil sonst die Geldpolitik zyklische Schwankungen, die Auswirkungen auf das Potentialwachstum haben, verstärkte. Zudem muß man bedenken, daß sich eine reale Aufwertung, der mit einer Senkung des Potentialpfades begegnet würde, bald in eine reale Abwertung verwandeln müßte, weil die Marktteilnehmer das Vertrauen in diese Währung verlieren würden. Die reale Abwertung

Schaubild 5

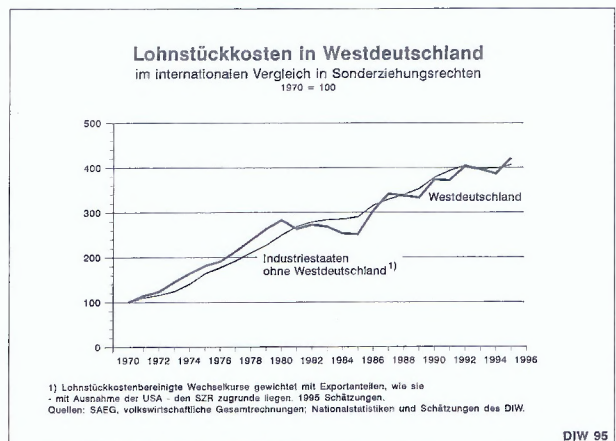
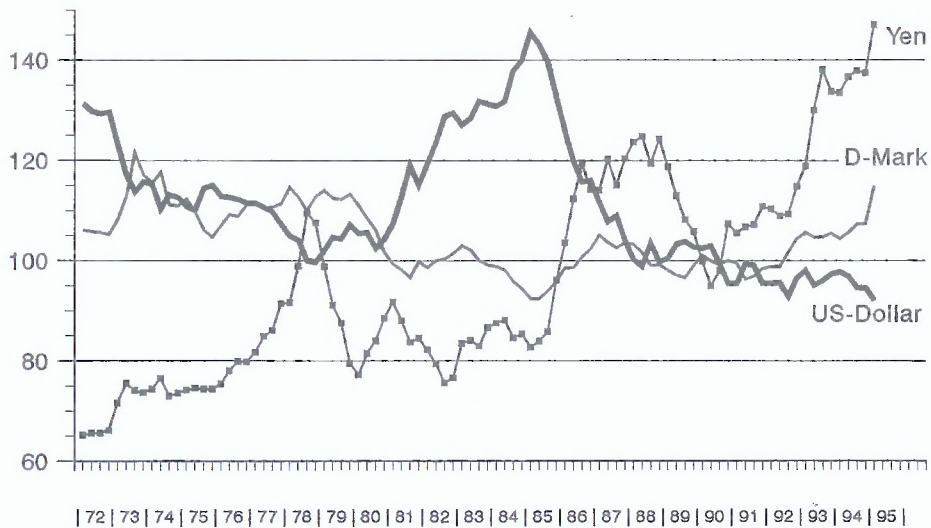


Schaubild 6

Realer Außenwert von Yen, D-Mark und US-Dollar

Quartalsdaten, 1990 = 100



1) Gegenüber den OECD-Ländern, gewogen mit Exportanteilen. I. Quartal 1995 geschätzt.
Quelle: OECD, Main Economic Indicators.

DIW 95

wäre dann bei wiederum unveränderten Zinsen — konsequenterweise — mit einer Ausweitung der Geldmenge zu beantworten.

Die Bundesbank hat daher völlig zu Recht die kurzfristigen Zinsen gesenkt. Umstritten können lediglich Timing und Ausmaß der Zinssenkung sein. Die Bundesbank betreibt keine reine Geldangebotssteuerung, sie versucht vielmehr, die Zinssätze so zu verändern, daß sich eine potentialgerechte Ausweitung der Geldmenge ergibt. Wann und in welcher Dimension sich bei einer rein potentialorientierten Geldangebotssteuerung eine Zinssenkung am kurzen Ende ergeben hätte, ist nicht ohne weiteres zu beantworten. Vermutlich aber erst später, dann nämlich, wenn der konjunkturelle Rückschlag deutlicher spürbar geworden wäre. Andererseits ist der Rückgang der Kapitalmarktzinsen bereits eingetreten. Indem die Bundesbank dies mit ihren Leitzinsen nachvollzieht, erhält sie den Abstand zwischen kurz- und langfristigen Zinsen und damit die Attraktivität langfristiger Anlagen. Hinzu kommt, daß eine frühzeitige Zinssenkung die Chance eröffnet, die Aufwertung selbst in Grenzen zu halten. Ob letzteres erfolgreich ist, mag man bezweifeln; es ist aber auch nicht der entschei-

dende Aspekt. Wichtig ist die Zinssenkung vor allem, um die Investitionschancen nach der Aufwertung wieder zu verbessern.

Stabile Währungsverhältnisse notwendig

Geldpolitische Maßnahmen können zwar dazu beitragen, im Zeitablauf die Wachstums- und Beschäftigungseinbußen in Grenzen zu halten, die mit einem Aufwertungsschock angelegt sind. Fehlallokationen vielfältiger Art lassen sich auf diese Weise jedoch nicht vermeiden.

So hat die Aufwertung in den letzten Jahren viele Rationalisierungsanstrengungen zunichte gemacht. Viele Unternehmen, die ein neues Produkt oder ein neues Produktionsverfahren für den Auslandsmarkt entwickelt haben, können die Früchte ihrer Anstrengungen nicht ernten. Auch die Verlagerung von Produktionsstätten ins Ausland, um Wechselkursrisiken auszuweichen, führt zu einer Verschwendung knapper Ressourcen. Absicherungsgeschäfte schaffen hier nur begrenzt Abhilfe. Stabile Währungsverhältnisse sind demnach in einer Marktwirtschaft von ähnlich großer Bedeutung wie ein stabiles Preisniveau.

Immer wieder wird jedoch bezweifelt, daß die Geldpolitik überhaupt in der Lage sei, Wechselkurse zu beeinflussen oder gar zu stabilisieren. Begründet wird dies unter Hinweis auf den hohen Integrationsgrad der internationalen Finanzmärkte sowie die hohen Transaktionsvolumina an den Devisen-, insbesondere den Dollarmärkten. Kaum fraglich kann sein, daß Devisenmarktinterventionen generell nicht ausreichen, um den Erwartungen der Marktteilnehmer eine andere Richtung zu geben. Die Notenbanken beeinflussen aber über die von ihnen betriebene Geldmarktsteuerung nachhaltig die internationalen Renditerelationen auf längere Sicht. Unerwünschte Wechselkursänderungen lassen sich folglich durch Zinsvariationen nur dann vermeiden, wenn die beteiligten Zentralbanken den Marktteilnehmern glaubwürdig vermitteln können, daß die angestrebten Währungsrelationen aus gesamtwirtschaftlicher Sicht akzeptabel sind und die zu ihrer Erhaltung erforderlichen Maßnahmen auch durchgehalten werden können. Sie werden dabei umso erfolgreicher sein, je besser abgestimmt geldpolitische Maßnahmen zwischen Auf- und Abwertungsland sind.

Das jüngste G7-Treffen hat indessen gezeigt, daß im Falle des Dollarkurses ein entsprechender gemeinsamer politischer Wille nicht vorhanden ist. Insbesondere seitens der USA besteht gegenwärtig wenig Anlaß, die Leitzinsen anzuheben, um den Dollarkurs gegenüber der D-Mark und dem Yen zu stabilisieren. Aus amerikanischer Sicht ist die Dollarschwäche gegenüber beiden Währungen eher von Vorteil, weil sie dazu beiträgt, Handelsbilanzdefizite, insbesondere gegenüber Japan, abzubauen. Hinzu kommt, daß sich der Dollar gegenüber den beiden wichtigsten Handelspartnern der USA, Kanada und Mexiko, kräftig aufgewertet hat. Davon gehen dämpfende Effekte auf den amerikanischen Export aus, die eine „weiche Landung“ der US-Konjunktur erleichtern. Weitere Leitzinsanhebungen könnten dies gefährden. Eine Verschärfung des Restriktionskurses käme für die amerikanische Zentralbank daher allenfalls aus binnenwirtschaftlichen Motiven heraus in Betracht, dann nämlich, wenn sich der Preisauftrieb wieder verstärkt. Die USA dürften den Dollarkurs daher auch weiterhin mit „benign neglect“ behandeln.

Die Staaten der Europäischen Union könnten dem Dollarkurs ähnlich gelassen gegenüberstehen, wären mit der Dollarschwäche nicht krisenhafte Entwicklungen innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) verbunden gewesen. Da eng mit der Dollarschwäche verbunden, ist die gegenwärtige Krise des EWS die Folge massiver Spekulationswellen, denen die europäische Geldpolitik ratlos gegenübersteht. Damit hat sich auch die Hoffnung als trügerisch erwiesen, die im August 1993 beschlossene Bandbreitenerweiterung auf 15 vH könne dazu beitragen, Spekulationswellen künftig zu mildern oder gar zu vermeiden. Offensichtlich ist das Gegenteil der Fall. Seit dem 2. August 1993 sind die Wechselkurse de facto flexibel.

Die Verwirklichung eines europäischen Binnenmarktes setzt jedoch voraus, daß stabile Währungsverhältnisse herrschen. Ziel des Binnenmarktprogramms war es, den

Investoren Aktionsmöglichkeiten innerhalb Europas zu bieten wie in den Grenzen des eigenen Landes: ohne Zollschranken, aber auch ohne Währungshindernisse. Auf diese Weise sollte erreicht werden, daß knappe Ressourcen auch im europäischen Rahmen in die jeweils produktivste Verwendung fließen und Fehlallokationen vermieden werden. Die Währungskrise droht diesen Integrationserfolg zunichte zu machen und damit viele Investitionen, die für die Erschließung des Binnenmarktes vorgenommen worden waren, zu entwerten.

Unklar ist, ob unter diesen Umständen der Fahrplan zu einer Wirtschafts- und Währungsunion eingehalten werden kann. Gemäß dem Vertrag von Maastricht dürfen nur solche Staaten zu unwiderruflich festen Wechselkursen übergehen, deren Währungen mindestens zwei Jahre vor dem Eintritt weitgehend spannungsfrei am Wechselkursmechanismus des EWS teilgenommen haben, und zwar, so der Vertragstext, innerhalb der „normalen Bandbreite“⁵. Ist damit die alte Bandbreite von $\pm 2,25$ vH um den bilateralen Leitkurs gemeint, dürfte dies nur wenigen Staaten gelingen; ist hingegen die gegenwärtige Bandbreite gemeint, wäre diese Bestimmung gegenstandslos. Im einen wie im anderen Falle stellt sich aber die Frage, ob eine Wirtschafts- und Währungsunion in der geplanten Form verwirklicht werden kann. Zu groß scheint der Sprung von einem System flexibler Wechselkurse in eines, das auf den Wechselkurs als Anpassungsinstrument völlig verzichtet.

Stabile Währungsverhältnisse setzen ja nicht nur voraus, daß sich die Lohnstückkosten in den beteiligten Ländern wenigstens annähernd im Gleichschritt ändern, sondern auch, daß Spekulationswellen Einhalt geboten wird. Das gilt insbesondere für die Phase vor dem Eintritt in eine Wirtschafts- und Währungsunion. Das wiederum erfordert im potentiellen Abwertungs- und im Aufwertungsland den Willen, die dem Verhältnis von Preisen und Kosten entsprechenden Wechselkurse auch zu verteidigen.

Systeme absolut fester oder fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse beruhen auf einer multilateralen Übereinkunft, die nur von Dauer sein kann, wenn mindestens zwei elementare Spielregeln eingehalten werden: Erstens, eine Leitkursanpassung erfolgt immer dann, wenn divergierende Preis- und Kostenveränderungen nicht mehr durch Wechselkursschwankungen innerhalb der zulässigen Bandbreite aufgefangen werden können. Sinnvoll ist eine solche Regel freilich nur, wenn Leitkursanpassungen lediglich sporadisch stattfinden und das Band hinreichend eng gewählt wird, um auf die nationale Geld- und Lohnpolitik der potentiellen Abwertungsländer disziplinierend zu wirken. Zweitens, das Leitwährungsland betreibt eine Geldpolitik, die für alle am Währungssystem teilnehmenden Länder akzeptabel ist.

⁵ Vgl. dazu Art. 3 des „Protokolls über die Konvergenzkriterien nach Art. 109 j des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft“ in der Anlage des Vertrages über die Europäische Union.

Beide Spielregeln werden gegenwärtig verletzt: Die erste, weil der bilaterale Leitkurs seine disziplinierende Funktion faktisch verloren hat; und die zweite, weil es offensichtlich in Europa ganz unterschiedliche Vorstellungen über die Rolle der Geldpolitik im Rahmen der gesamten Wirtschaftspolitik gibt. In Deutschland ist die Vorstellung verbreitet, die Geldpolitik habe lediglich die Aufgabe, für Preisstabilität zu sorgen, während in anderen Ländern eher die US-amerikanische Sichtweise vorherrscht, daß die Geldpolitik durchaus auch Wachstum und Beschäftigung in ihre Überlegungen einzubeziehen hat.

Fazit

Die Konvergenzkriterien des Vertrages von Maastricht sind zum Gegenstand heftiger Kontroversen geworden. Übersehen wird dabei jedoch fast immer, daß auch eine gemeinsame europäische Währung mehr als eine Stichtagskonvergenz voraussetzt, nämlich vor allem zwei Dinge: Erstens, die Wechselkurse müssen vor dem Eintritt in eine Währungsunion auf dem Niveau stabilisiert werden, das der Relation der Kosten und Preise in den jeweiligen Mitgliedstaaten entspricht, und die Mitgliedstaaten müssen

von da an bereit sein, Preis- und Kostenentwicklungen vollständig aneinander anzupassen. Zweitens, es muß Einigkeit über die wirtschaftspolitische Rolle der Geldpolitik hergestellt sein. Das ist ungleich wichtiger als die Frage des geldpolitischen Konzepts und der geldpolitischen Instrumente, über die derzeit heftig debattiert wird. Gelingt dies nicht, besteht die Gefahr, daß die zentrifugalen Kräfte die Überhand gewinnen. Nicht allein der Maastricht-Vertrag, sondern auch die bisher erzielten Integrationsfortschritte wären dann gefährdet. Das kann weder im deutschen noch im europäischen Interesse liegen.

Die gegenwärtige Währungskrise sollte daher zum Anlaß genommen werden, sich auf die Spielregeln zu besinnen, die Grundlage eines Systems fester Wechselkurse sind. Dies schließt eine Rückkehr zur ursprünglichen Bandbreite ebenso ein wie weitere Leitzinssenkungen in Deutschland. Werden die Spielregeln eingehalten, kann auch die Einigung auf die Rolle der europäischen Geldpolitik vorangebracht werden. Je mehr Europa über eine eigenständige Geldpolitik verfügt, umso geringer wird die Bedeutung von Turbulenzen des Dollarkurses sein. Eine europäische Zentralbank könnte den Dollarkurs ebenso behandeln, wie es gegenwärtig die amerikanische Zentralbank tut: mit „benign neglect“.

Der nächste Wochenbericht erscheint am 25. Mai 1995

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Königin-Luise-Str. 5, D-14195 Berlin
Telefon (0 30) 89 789-0 — Telefax (0 30) 89 789-200

Präsident: Prof. Dr. Lutz Hoffmann.

Abteilungsleiterkollegium: Dr. Heiner Flassbeck, Dr. Fritz Franzmeyer, Dr. Kurt Hornschild,
Prof. Dr. Wolfgang Kirner, Prof. Dr. Eckhard Kutter, Dr. Rolf-Dieter Postlep, Dr. Wolfram Schrettl, Dr. Bernhard Seidel, Dr. Hans-Joachim Ziesing.

Präsident und Abteilungsleiter sind gemeinsam für die wissenschaftliche Leitung verantwortlich.

Schriftleitung: Dr. Klaus Henkner.

Von der *Dollarschwäche zur Währungskrise?* Bearbeitet von Marcel Stremme.

Verlag Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9, D-12165 Berlin, Telefon (0 30) 7 90 00 60.

Nachdruck und sonstige Verbreitung — auch auszugsweise — nur mit Quellenangabe zulässig.

Druck: ZIPPEL-Druck, Oranienburger Str. 170, D-13437 Berlin.

Bezugspreis für den Jahrgang DM 150,—, vierteljährlich DM 45,—, Einzelnummer DM 5,—.

Zuzüglich Versandkosten

ISSN 0012-1304

— Hierzu 1 Prospekt des Verlages Duncker & Humblot —