

# Wechselkursinstabilität und Hartwährungsstrategie: Zur Rolle der D-Mark im künftigen EWS\*

Von Heinz-Peter Spahn, München

## I. Einleitung

Das Phänomen der „Zyklen in der Geschichte ökonomischer Ideen“ (*Neumark* 1975) ist in der währungspolitischen Diskussion besonders augenfällig. Nachdem man zunächst große Hoffnungen in die Freigabe der Wechselkurse gesetzt hatte, gehen nun manche Vorschläge zur Gestaltung des EWS noch über die Fixierung der Paritäten hinaus – bis zum Vorschlag einer supranationalen Einheitswährung in Europa. Dabei werden möglicherweise die im Fixkurssystem von Bretton Woods aufgetretenen Probleme verdrängt oder nur noch in historisch-perspektivischer Verkleinerung gesehen. Die Funktionsfähigkeit eines geordneten Währungssystems hängt in besonderer Weise von der Politik des jeweiligen Leitwährungslandes ab. Eine „zu starke“ D-Mark könnte aber ebenso, wenn auch auf andere Weise, Spannungen ins System bringen wie ein in der Endphase von Bretton Woods „zu schwacher“ Dollar.

Andererseits ist aber auch das generelle Thema pro und contra fester Wechselkurse noch keineswegs entschieden. Dies zeigt sich neben der anhaltenden wissenschaftsinternen Debatte auch faktisch daran, daß in weiten Teilen der Weltwirtschaft – vor allem im Verhältnis zum Dollar – flexible Wechselkurse vorherrschen; insoweit tritt an die Stelle der Argumentation über die Vor- und Nachteile flexibler Wechselkurse das Problem der Abgrenzung „optimaler Währungsräume“.

Die konkreten Fragen um die Weiterentwicklung des EWS können nur aus einer breit gespannten Perspektive gelöst werden, die historische Erfah-

---

\* Der folgende Text basiert auf einem Beitrag zur Konferenz „No Way to Full Employment?“ am Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung im Juli 1989. Für Diskussionen, mündliche und schriftliche Stellungnahmen sowie kritische Einwände (denen ich nicht immer gefolgt bin) danke ich *Gerhard Michael Ambrosi, Robert Boyer, Christoph Deutschmann, Wilhelm Hankel, Hansjörg Herr, Stuart Holland, Jan Kregel, Jürgen Kromphardt, Hajo Riese, Peter Rosner, Kurt Rothschild, Fritz Scharpf, Albrecht Sommer, Michael Wagner* und einem anonymen Gutachter.

rungen der Währungspolitik einschließt. Im folgenden geht es deshalb zunächst in Abschnitt II um die These, daß flexible Kurse zu einer Instabilität neigen, die einerseits aus dem Faktum der Beweglichkeit der Kurse selbst und andererseits aus dem Bestreben resultiert, Leistungsbilanzungleichgewichte, deren Abbau wirtschaftspolitisch nicht möglich oder erwünscht erscheint, durch entsprechend kompensierende Kapitalbewegungen zu stabilisieren.

Daran schließt sich in Abschnitt III eine Skizze zu den Entwicklungsperspektiven des EWS an. Trotz der in diesem System im Grundsatz richtigen Entscheidung zugunsten fester Paritäten wird die weitere wirtschafts- und währungspolitische Koordination in Europa auf erhebliche Probleme stoßen, die – so die These – aus der Stabilitätsorientierung der deutschen Geldpolitik und vor allem aus anhaltend großen Handels- bzw. Leistungsbilanzüberschüssen der Bundesrepublik resultieren.

Vor diesem Hintergrund wird in Abschnitt IV gefragt, ob diese Widersprüche nicht durch eine systematische Politik einer DM-Aufwertung aus dem Weg geräumt werden könnten. Dabei wäre die Hartwährungsstrategie der Bundesbank nicht – wie oft gefordert – im Rahmen einer geldpolitischen Harmonisierung abzdämpfen oder durch einen stärker expansiv ausgerichteten Kurs zu ersetzen; vielmehr wäre die Wechselkurspolitik der Bundesrepublik der führenden Rolle der D-Mark auf den Vermögensmärkten so anzupassen, daß die deutschen Exportüberschüsse tendenziell abgebaut werden.

Nach einer Zusammenfassung der Argumentation in Abschnitt V wird in einem Anhang ein einfaches makroökonomisches Modell präsentiert, das die Wirkungsweise einer geldpolitischen Feedback-Regel illustriert, die über Zins- bzw. Wechselkursanpassungen ein Handelsbilanzgleichgewicht anstrebt.

## **II. Zur Instabilität flexibler Wechselkurse**

Die These einer Instabilität der Devisenmärkte wird in der öffentlichen Diskussion oft mit einem Verweis auf die ausgeprägten „langen Wellen“ des DM-Dollar-Kurses begründet. Zwar sagen auch derartig starke Veränderungen des nominalen Wechselkurses innerhalb weniger Jahre für sich genommen noch nichts über eine immanente Instabilität des Devisenmarktes, geschweige denn über seine zuweilen behauptete Ineffizienz aus; jedoch waren mit diesen Marktbewegungen starke Schwankungen auch des realen Wechselkurses verbunden, die nur schwer durch Variationen in den soge-

nannten ökonomischen „fundamentals“ zu erklären waren und die die betroffenen Volkswirtschaften zu realwirtschaftlichen Anpassungen zwangen. Dabei waren die realen Wechselkursschwankungen durch Kapitalbewegungen verursacht, die ihrerseits im Rahmen der Portfoliotheorie nicht unbedingt als rational erschienen<sup>1</sup>.

Doch ist nicht nur die akademische Wechselkurstheorie bei der Erklärung von Kursbewegungen wenig erfolgreich (*Dornbusch* 1987a), auch mehr pragmatische „Faustregeln“, die möglicherweise im Bereich von Geschäfts- und Notenbanken Verwendung finden, gerieten zuletzt ins Wanken: So sah sich die Deutsche Bundesbank zeitweise mit einer unerwarteten Schwäche- und Abwertungstendenz der D-Mark konfrontiert, obwohl die Bundesrepublik große und noch weiter steigende Leistungsbilanzüberschüsse erzielte (vgl. Monatsbericht 1989/6: 7). In einer solchen Konstellation wäre eher mit einer Aufwertungstendenz zu rechnen, weil hohe Exportüberschüsse den internationalen Kapitalanlegern eine monetäre Stabilität des betreffenden Landes signalisieren. Entsprechend ist die Vermögenssicherungsqualität seiner Währung hoch, was zu Kapitalimporten, Aufwertungstendenzen und sinkenden Zinsen führen sollte.

In der Praxis wird ein solcher, denkbarer Anpassungsprozeß durch das Verhalten von Überschuß- wie von Defizitländern geldpolitisch gebremst oder verhindert, die aus verschiedenen Gründen ein Interesse an der Aufrechterhaltung des positiven bzw. negativen Leistungsbilanzsaldos<sup>2</sup> haben. So ist die Politik der Bundesrepublik aufgrund der damit verbundenen Wachstums- und Beschäftigungsimpulse schon traditionell an der Aufrechterhaltung von Exportüberschüssen orientiert; entsprechend muß ein für den Zahlungsbilanzausgleich notwendiger Nettokapitalexport über Zinspolitik stabilisiert werden. Auf der anderen Seite sind etwa die USA bemüht,

<sup>1</sup> *Bliss* (1986) weist darauf hin, daß der Zinsvorsprung von Dollar-Titeln Ende 1984 in keiner Weise die von den meisten „Marktbeobachtern“ erwartete und allgemein für unausweichlich gehaltene Dollar-Abwertung widerspiegelte, die kurz darauf einsetzte. *Schulmeister* (1988) vertritt in diesem Zusammenhang die These einer Ineffizienz der Devisenmärkte, weil es nach seinen Simulationsmodellen seit den 70er Jahren im DM-Dollar-Markt möglich war, allein durch die Anwendung „technischer“ Kaufs- und Verkaufsregeln systematisch Reingewinne zu erzielen. *Krugman* (1989: 65) urteilt apodiktisch: „Belief in the efficiency of the foreign exchange market is a matter of pure faith.“ Ein Überblick zu Analysen der Devisenmarkteffizienz und ihrer ambivalenten Ergebnisse findet sich bei *Levich* (1989); er betont zu Recht, daß die theoretische Frage nach der Markteffizienz in ihrer Bedeutung nicht überbewertet bzw. verwechselt werden sollte mit der wirtschaftspolitisch wichtigeren Frage, ob ein freier Devisenmarkt stets zu einem Wechselkurs führt, der mit internem und externem Gleichgewicht vereinbar ist.

<sup>2</sup> Der Begriff „Leistungsbilanzungleichgewicht“ sollte in diesem Zusammenhang wegen seines pejorativen Charakters vermieden werden.

über höhere Zinsen den zur Finanzierung des Budgetdefizits nötigen Strom von Nettokapitalimporten beizubehalten.

Beide Länder haben somit ein ökonomisches Interesse an der Beibehaltung des Status quo, um die deflationären bzw. inflationären Effekte einer Auf- bzw. Abwertung ihrer Währungen zu verhindern. Die Geldpolitik ist entsprechend bemüht, den Devisenmarkt über die Steuerung von Zinsdifferenzen im Gleichgewicht zu halten. Wie die vergangenen Jahre gezeigt haben, gelingt dies jedoch nie perfekt. Aus der Perspektive der Bundesrepublik betrachtet: Zeitweilig war der zum Zahlungsbilanzausgleich nötige Nettokapitalexport zu gering, zeitweilig zu groß, so daß eine Abweichungstendenz vom erwünschten Wechselkurs auftrat. Im ersten Fall hatte man sich mit konjunkturell retardierenden Aufwertungstendenzen, im zweiten mit inflationären Abwertungstendenzen auseinanderzusetzen.

Ein einmal begonnener Prozeß der Wechselkursänderung hat jedoch – ganz analog zu Veränderungen des binnenwirtschaftlichen Geldwertes – von sich aus keine starke Tendenz zur Selbstkorrektur, d. h. zur Rückkehr zum Wechselkursniveau des ursprünglichen (temporären) Gleichgewichts. Zur Illustration und Begründung einer derartigen Wechselkursinstabilität lassen sich mehrere Punkte anführen:

Zunächst gibt es eine starke Evidenz gegen *Friedmans* (1953) ursprüngliche These, destabilisierende Spekulation sei unprofitabel und könne daher ein Marktgleichgewicht bei flexiblen Wechselkursen nicht gefährden (*Dornbusch / Frankel* 1988). Vielmehr hat sich gezeigt, daß es keineswegs irrational sein muß, mit eigenen Transaktionen ein „speculative bubble“ anzutreiben, selbst wenn man von einem späteren Zusammenbruch der Kursbewegung überzeugt ist (*Begg* 1989). Professionelle Akteure auf dem Devisenmarkt können von der Kursentwicklung als solcher profitieren, unabhängig davon, ob diese zu einem als „fundamental“ gleichgewichtig angesehenen Kurs hin oder von diesem weg führt (*Schulmeister* 1988).

Ein weiteres Problem kommt dadurch hinzu, daß dieser vorgestellte Gleichgewichtskurs selbst nicht unabhängig von temporären Kursschwankungen ist. Mittelfristig bewirken die Marktwänge, daß sich eine Volkswirtschaft tendenziell auch auf einen „falschen“ Wechselkurs einstellen muß. Eine anfängliche Überbewertung beispielsweise, hervorgerufen durch anhaltend starke Kapitalimporte, führt notwendigerweise zu Preis-, Lohn- und Strukturanpassungen, so daß nach dieser Reallokation im Realsektor der Wechselkurs nun im Extremfall als „richtig“ erscheinen kann. Neben den Auswirkungen monetärer Störungen auf reale Variablen ist somit die Möglichkeit einer „umgekehrten Kausalität“ der Kaufkraftparität festzuhalten: Die Preise passen sich den Wechselkursen an (*Bliss* 1986; *Dornbusch*

1987 a). Aufgrund dieser Interdependenz läßt sich ein Veränderungsprozeß des nominalen Wechselkurses nicht direkt als Bewegung zum oder Entfernung vom fundamentalen Gleichgewicht erkennen. Überspitzt ausgedrückt: Der Gleichgewichtskurs selbst ändert sich in dem Moment, in dem eine (ausgeprägte) Bewegung des aktuellen Kurses einsetzt<sup>3</sup>.

Dieses Element der Indeterminiertheit des nominalen Wechselkurses ist – aus theoretischer Perspektive – eine nur auf den ersten Blick überraschende außenwirtschaftliche Schlußfolgerung aus einem zentralen binnenwirtschaftlichen neoklassischen Dogma: Danach ist die absolute Höhe der Preise letztlich irrelevant, und jedes Preisniveau kann eine Gleichgewichtslage darstellen. Inflation ist als Prozeß der Veränderung des Wertstandards interpretierbar und bezieht gerade aus diesem Umstand ihren kumulativen Charakter; deshalb ist eine Institution notwendig, die für die Erwartung einer Stabilität der nominalen Preise sorgt<sup>4</sup>.

Überträgt man diesen Gedanken auf eine offene Geldwirtschaft, so wird der Wechselkurs ebenfalls zu einem absoluten Preis (vgl. *Flassbeck* 1988). Die nur institutionell geregelte nominale Wertstabilität von Papierwährungen – von *Krugman* (1989: 62) treffend als „artificial assets“ bezeichnet – bedeutet, daß der Wechselkurs insoweit das Unbestimmtheitsmoment der nationalen Preisniveaus reflektiert. Und analog zur binnenwirtschaftlichen Aufgabe der Geldpolitik, bei der Stabilität bzw. Stabilisierung Abwesenheit bzw. Abbremsung von Geldwertänderungen, nicht jedoch Rückkehr zu einem früheren Niveau der Geldpreise implizieren, besteht dann die außenwirtschaftliche Aufgabe der Währungspolitik darin, das historisch erreichte Niveau des Wechselkurses zu verteidigen<sup>5</sup>, weil Prozesse der Veränderung des Geldwertes – gleich ob in heimischen Gütern oder in anderen Währungen gemessen – erfahrungsgemäß auf den internationalen Finanzmärkten „Unruhe“ auslösen (vgl. *Sievert* 1988; *Stadermann* 1988: 127).

<sup>3</sup> Methodisch handelt es sich dabei um eine Variante des sogenannten „Hysteresis-Phänomens“.

<sup>4</sup> Anzumerken ist jedoch, daß die Quantitätstheorie konsequenterweise Bewegungen des Preisniveaus nicht als wirtschaftspolitisches Problem begreift, weil und solange die optimale Haltung einer Realkasse ökonomische Stabilität verheißt. Die Notwendigkeit einer Inflationsbekämpfung läßt sich daher aus einem monetaristischen Ansatz nicht direkt ableiten. Sie folgt erst aus der Anerkennung der Nichtneutralität der Inflation, insbesondere in bezug auf die Einschätzung der Realwertsicherung von Geldvermögensbeständen und dem daraus folgenden Währungs-Portfolio-Management der Vermögenshalter.

<sup>5</sup> Die Befolgung der ersten Aufgabe entbindet nicht von der zweiten, weil Wechselkurse nach aller Erfahrung nicht strikt durch die Kaufkraftparität bestimmt werden und „autonome“ Auf- und Abwertungsprozesse ihrerseits einen nachhaltigen Einfluß auf die binnenwirtschaftliche Preis- und Lohnentwicklung haben.

Denn vor diesem Hintergrund bedeuten rationale Erwartungen, daß Vermögenshalter beim Währungsmanagement ihrer Portefeuilles ihre Wechselkursänderungserwartungen an der faktischen Bewegung des Wechselkurses ausrichten. Damit entsteht eine positive – und damit tendenziell zur Instabilität führende – Rückkopplung zwischen Kursentwicklung und Kurserwartung, die von der negativen – und damit stabilisierenden – Rückkopplung zwischen Wechselkurs und Handelsbilanz aus den bekannten Gründen (relative Größenordnungen von Kapital- und Handelstransaktionen, J-Kurven-Effekt) nicht entscheidend neutralisiert wird. Augenfälligstes Beispiel für diesen Marktmechanismus sind die langen Wellen des DM-Dollar-Kurses (vgl. *Biasco* 1987).

Ein Regime flexibler Wechselkurse ist nicht notwendigerweise durch eine chaotische Instabilität gekennzeichnet; charakteristisch sind vielmehr zum einen die zuweilen „störenden“ Effekte von nominalen Wechselkursänderungen auf Löhne und Preise im Inland und zum anderen eine phasenweise auftretende Verzerrung der realen Wechselkurse durch vorwiegend an kurzfristigen Kalkülen orientierte Finanzdispositionen. Auslöser für nachhaltige Kursbewegungen können dabei auch für sich genommen „kleine“ Ereignisse („news“) sein. Auffälliger noch ist, daß diese Bewegungen auch konträr zu grundlegenden Wirtschaftsdaten verlaufen können (so die Phase relativer Dollar-Stärke 1988/89 trotz weiterhin hohem Budgetdefizit und scheinbar strukturell verfestigtem Handelsbilanzdefizit).

Die auf die Aufrechterhaltung erheblicher Leistungsbilanzsalden gerichtete Politik einzelner Länder verstärkt nun noch die Instabilität der Devisenmärkte: Ist beispielsweise der zur Finanzierung des deutschen Exportüberschusses nötige Kapitalexport zu schwach, schlägt bei der dann einsetzenden DM-Aufwertungstendenz die „fundamentale“ Überschußposition der Bundesrepublik in der Erwartungsbildung auf den Märkten wieder durch und es kann zu einer überschießenden Wechselkursänderung kommen (umgekehrt entsprechend etwa im Falle der USA).

Damit bestätigt sich die Rationalität der mit der Gründung des EWS einhergegangenen Rückkehr zur Norm fester Wechselkurse. Die Funktionsfähigkeit von Fixkurssystemen ist jedoch nach aller historischer Erfahrung von der Politik des jeweiligen Leitwährungslandes abhängig. Damit wird zu prüfen sein, ob die ökonomische Strategie der Bundesrepublik mit ihrer faktischen monetären Hegemonie verträglich ist.

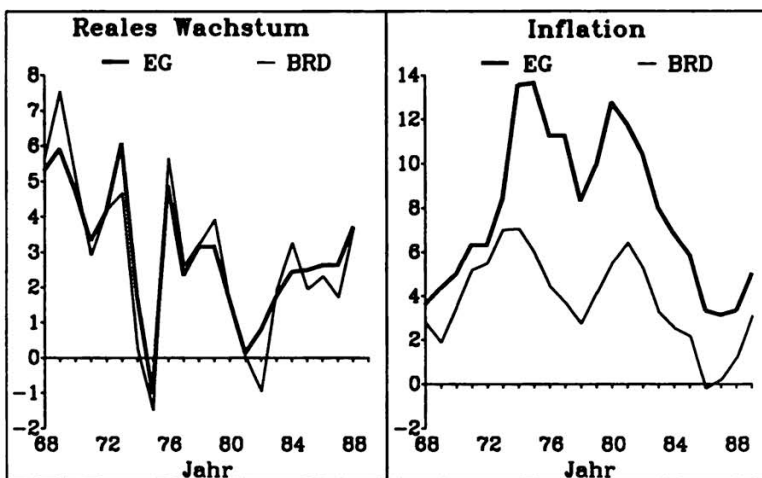
### III. Zur währungspolitischen Harmonisierung im EWS

Eine weitere Koordination der Geldpolitik – mit dem möglichen Fernziel einer europäischen Einheitswährung – wird weithin als notwendiger Schritt zur Vervollkommnung des geplanten Binnenmarktes verstanden. Die entscheidende Frage ist dabei zunächst, ob in Zukunft auf das bisherige Instrument der Wechselkursanpassung verzichtet werden kann, mit anderen Worten, ob sich die einzelnen Länder in der Grundlinie ihrer Wirtschaftspolitik sowie vor allem im Grad ihrer monetären Stabilität einander annähern oder – falls dies nicht der Fall sein wird – welche anderen Mechanismen zur Beseitigung der dann drohenden außenwirtschaftlichen Spannungen gefunden werden.

Was den ersten Aspekt betrifft, so haben sich bei insgesamt rückläufigen Inflationsraten die Unterschiede in den Preissteigerungen zwischen den EWS-Ländern seit 1980/81 deutlich vermindert; allerdings scheint sich diese Tendenz in jüngster Zeit bei allgemein leicht ansteigenden Inflationsraten wieder umzukehren (vgl. Monatsbericht 1989/11: 33 f.). Insgesamt hat die Bundesrepublik in Europa – bei im Trend liegenden Wachstumsraten – ihren traditionellen Vorsprung in bezug auf Geldwertstabilität verteidigt (vgl. Abb. 1).

Abbildung 1

Wachstum und Inflation in der Bundesrepublik und der EG



Quelle: OECD Main Economic Indicators.

Dementsprechend waren die übrigen Länder gezwungen, über die Aufrechterhaltung einer positiven Zinsdifferenz zur D-Mark ihre Wechselkurse zu verteidigen. Im übrigen haben sich die (kurz- wie langfristigen) Zinsdifferenzen auch in realer Rechnung nach den Turbulenzen im Übergang zu den 80er Jahren zwar vermindert, sind jedoch keineswegs vollständig verschwunden. Bei festverzinslichen Wertpapieren hat sich in den letzten fünf Jahren in der Bundesrepublik ein um fast einen Prozentpunkt niedrigerer Zinssatz etabliert (vgl. Abb. 2)<sup>6</sup>. Allgemein dürfte auf den Finanzmärkten die Erwartung vorherrschen, daß es den übrigen EWS-Ländern in der überschaubaren Zukunft wohl kaum gelingen wird, in der Härte ihrer Währungen mit der D-Mark gleichzuziehen<sup>7</sup>.

Damit ist nun dem zweiten Aspekt der oben gestellten Frage nachzugehen: In welcher ökonomischen Form werden sich die wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Unterschiede im Szenario einer geldpolitischen Harmonisierung zeigen, die sich bisher in Zinsdifferenzen und periodischen Wechselkursanpassungen niedergeschlagen haben? Dabei ist die heuristische Annahme nützlich, diese Harmonisierung sei in ihrer weitgehendsten Ausprägung realisiert, d.h. in einer einheitlichen europäischen Währung, die von einer europäischen Notenbank emittiert wird.

An dieser Stelle ist vielleicht ein hypothetischer Vergleich der Vereinigten Staaten von Amerika mit den „Vereinigten Staaten von Europa“ hilfreich. Würde an die Stelle des Dollar eine eigene Währung für jeden amerikanischen Bundesstaat treten, so erwiese sich im Wettbewerb eine dieser Währungen aus bestimmten strukturellen Bedingungen als die härteste und wäre – sieht man einmal von den Außenbeziehungen der USA ab – auch wertstabiler als der zuvor gesamtamerikanische Dollar. Der Grund liegt einfach darin, daß sich die Geldpolitik innerhalb eines jeden Währungsraums an den Besonderheiten der internen Lohn- und Produktivitätsentwicklung zu orientieren hat, um einerseits die Allokationsmechanismen des Wirtschaftsraums nicht zu überfordern und andererseits nicht mit einer permanent zu weichen monetären „Budgetbeschränkung“ unerwünschte und unnötige Preiserhöhungsspielräume zu schaffen.

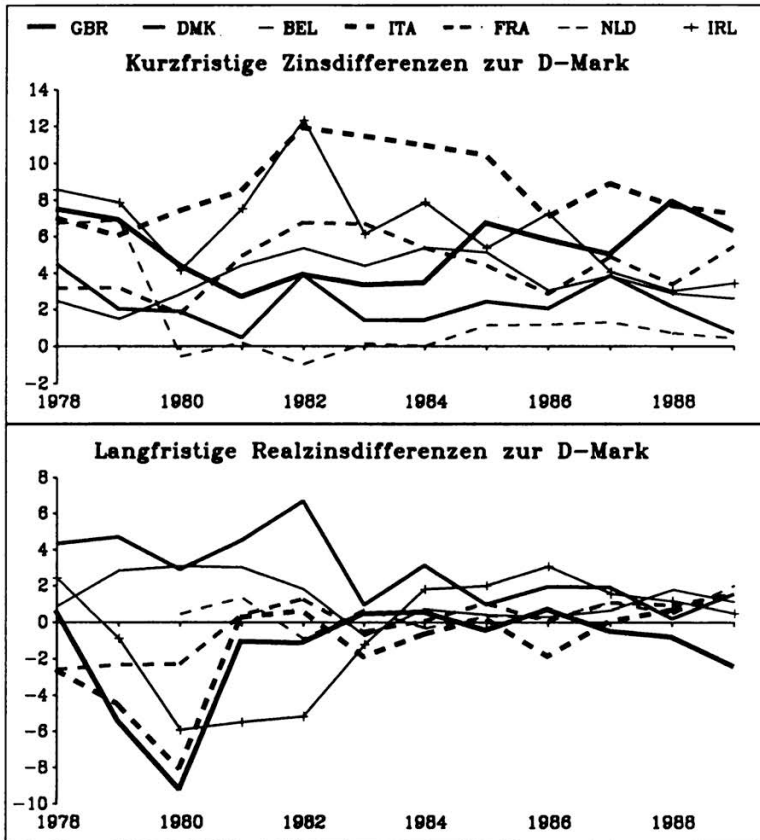
Entsprechend wird man umgekehrt im Falle des EWS eine europäische Geldpolitik erwarten müssen, die die ökonomischen Möglichkeiten des

---

<sup>6</sup> Großbritannien mußte seine relative zinspolitische Lockerung 1989 mit einer merklichen Pfund-Schwäche bezahlen.

<sup>7</sup> Selbst wenn die Inflationsdifferenzen weiter schwinden und Wechselkursänderungen ausgeschlossen würden, bliebe vermutlich ein Zinsgefälle zur D-Mark bestehen, das ihre „Liquiditätsprämie“ als – im Vergleich zu den übrigen europäischen Währungen – international gebräuchliche Anlagewährung widerspiegelt.

Abbildung 2  
Entwicklung der Zinsstruktur im EWS (Prozentpunkte)



Oberes Bild: Tagesgeldsätze; Diskontsatz für Belgien, Dänemark, Italien. Unteres Bild: Zinssätze auf langfristige Staatsanleihen abzüglich Inflationsrate (CPI). 1989: erste 9 Monate. Quelle: OECD Main Economic Indicators.

europäischen Wirtschaftsraums zur Grundlage nimmt – und nicht die spezifische Leistungsfähigkeit einer besonders effizienten Region. Die Frage der institutionellen Ausgestaltung der Entscheidungskompetenzen und -kriterien einer europäischen Notenbank ist dann eher zweitrangig, weil selbst bei einer Orientierung an Buchstaben und Geist des Bundesbankgesetzes – eine politisch eher unwahrscheinliche Lösung – eine im Vergleich zur bundesrepublikanischen Praxis „weichere“ Geldpolitik zu erwarten ist<sup>8</sup>. Autonomie

<sup>8</sup> Entsprechend lautet die Prognose, daß bei Bildung einer europäischen Einheitswährung der Dollar einen Hauptkonkurrenten als attraktive Anlagewährung, die

und Regierungsunabhängigkeit garantieren zudem nicht per se die Stabilitätsorientierung einer Notenbank (vgl. *Francke* 1990).

Die Plausibilität einer solchen Einschätzung läßt sich auch damit stützen, daß der Trade-off zwischen geldpolitischer Härte und strukturpolitisch-interventionistischen Handlungszwängen klar gesehen wird. Der *Delors-Report* (1989) spricht von der Notwendigkeit, die Mittel für regionalpolitische Subventionsfonds mit jedem Schritt zur weiteren währungspolitischen Harmonisierung weiter aufzustocken<sup>9</sup>. Ordnungspolitische Bedenken und praktische Effizienzprobleme werden einer derartigen europäischen Regionalpolitik Grenzen setzen, so daß eine zukünftige europäische Notenbank einen geldpolitischen Kurs steuern müßte, der wohl kaum den in der Bundesrepublik gegebenen Möglichkeiten an monetärer Stabilität entsprechen könnte.

Ein solches Ergebnis entspräche wohl auch den Interessen der übrigen EWS-Länder; aus der Perspektive einer politischen Logik ist es leicht nachvollziehbar, daß ihnen die gegenwärtige Konstellation eines europäischen „DM-Clubs“ (*Dornbusch* 1987b), in dem sie sich ohne wirkliche politische Mitsprache einer phasenweise harten Bundesbankpolitik unterordnen müssen, auf Dauer nicht akzeptabel erscheinen kann. Auch rein ökonomisch ist der Weg, die latente Schwäche der eigenen Währung permanent durch höhere Zinsen zu verdecken, keine dauerhafte Lösung; für Länder mit hoher Staatsverschuldung (wie Italien) bringt ein über der Wachstumsrate liegender Zinssatz eine fortlaufende Einschränkung der wirtschaftspolitischen Handlungsmöglichkeiten mit sich.

Die Stabilitätsorientierung der deutschen Geldpolitik kam den Interessen mancher EWS-Partnerländer in der ersten Hälfte der 80er Jahre durchaus

---

D-Mark, verlieren und „strukturell“ an Wert gewinnen dürfte. Allerdings ist der im Vergleich zur D-Mark größere Finanzmarktraum der Tendenz zu einem europäischen Weichwährungsstandard gegenzurechnen, so daß über die Attraktivität einer Europa-Währung gegenüber Drittländern (und damit auch über potentielle Wohlfahrtsgewinne oder -verluste via Terms-of-Trade-Änderungen) nur spekuliert werden kann.

<sup>9</sup> Die offenkundige Bereitschaft, wirtschaftlich schwächere Regionen (und Branchen) aus politisch naheliegenden Gründen mit Transfers aus dem europäischen Gesamthaushalt zu stützen, entwertet im übrigen ein zentrales Argument für den EG-Binnenmarkt: Die Realisierung der erhofften Economies-of-Scale-Gewinne setzt ja voraus, daß weniger leistungsfähige Produktionsstätten tatsächlich (ohne Rücksicht auf politisch-soziale Konsequenzen) geschlossen würden. Ein weiteres Problem stellen die sozialen Kosten einer unerwünschten Faktormobilität dar (Wanderungen zu prosperierenden Ballungszentren). Die generelle Philosophie des Binnenmarktpjekts, Wohlstand mit der Größe eines Wirtschaftsraums zu assoziieren, ist ohnehin fragwürdig. Die Schweiz ist ein recht kleines Land, ihr Wohlstand nicht zuletzt eine Folge einer im internationalen Maßstab extrem harten Währung.

entgegen, weil sie es ihnen ermöglichte, unter Verweis auf die „objektiv gegebene“ Verpflichtung zur prinzipiellen Verteidigung fixer Wechselkurse und unter Ausnutzung der Glaubwürdigkeit der Bundesbank die Inflationsraten im eigenen Land schneller und politisch „leichter“ zu senken als dies sonst zu erwarten gewesen wäre (vgl. *Giavazzi / Pagano* 1988; *Melitz* 1988). Auch gegenwärtig (am Jahresende 1989) lehnen einige Länder offenbar eine Abwertung ihrer Währungen im Rahmen eines Realignment ab<sup>10</sup>, weil dies ihren wirtschaftspolitischen Zielen in bezug auf Verbesserung von Handelsbilanz, Wachstum und Beschäftigung nur auf preislichem Wege, d.h. über Reallohnabbau mit nachfolgender Inflationsgefahr, dienlich wäre. Präferiert wird deshalb ein expansiverer Kurs der Bundesrepublik, der indirekt – so ist zu vermuten – im Zuge der europäischen Harmonisierung der Geldpolitik erreicht werden soll<sup>11</sup>.

Die Notwendigkeit einer stärker „ausgewogenen“ und „demokratischen“ Geldpolitik in Europa wird zuweilen mit dem Hinweis auf die faktische Asymmetrie der Interventionsregeln des EWS gerechtfertigt, der währungsschwächeren Ländern aufgrund des mittelfristig nicht zu tolerierenden Reservenverlustes zu einer restriktiveren Politik zwingt, während starke Länder bei wachsenden Reserven keineswegs gezwungen sind, ihre Geldmenge entsprechend zu erhöhen, sondern eine Sterilisierungspolitik betreiben können (vgl. *Bofinger* 1988).

Der Vorwurf, daß die damit gegebene deflatorische Tendenz eine Unvollkommenheit des währungspolitischen Regelwerks oder ein Fehlverhalten der Bundesbank anzeige, ist jedoch verfehlt. Wie eine nationale Volkswirtschaft benötigt auch ein transnationales Währungssystem eine Institution, die konzeptionell ohne Rücksicht auf betroffene Partialinteressen die Stabilität des Geldsystems sichert. Die Wirtschaftsgeschichte zeigt, daß Leitwährungsländer aus gutem Grund – und konträr zum quantitätstheoretischen Postulat der klassischen Ökonomie – ihr Geldangebot keineswegs am Reservezufluß orientierten, während andere Länder stets Abflüsse mit geldpolitischer Restriktion zu beantworten hatten. Die Praxis des Goldstandards war gerade durch eine flexible Relation zwischen Gold und Geldmenge charakterisiert<sup>12</sup>. Die monierte Asymmetrie in den außenwirtschaftlichen Zwängen

<sup>10</sup> Die letzte Wechselkursanpassung fand Anfang 1987 statt.

<sup>11</sup> Umgekehrt scheint nun die *Bundesbank* auf ein Realignment zu drängen und bietet den übrigen EWS-Ländern eine DM-Aufwertung an – möglicherweise um die Harmonisierung mit den damit verbundenen Konsequenzen für die deutsche Geldpolitik hinauszuschieben.

<sup>12</sup> Im Interesse der binnenwirtschaftlichen Stabilität und wohl auch des Aufbaus des Dollar zu einer neuen Leitwährung beantworteten z.B. die USA die Goldzuflüsse in den 20er Jahren entgegen der Hoffnungen der „alten“ Weltgeldnation England

der Geldpolitik gehört zu den Funktionsbedingungen eines internationalen Währungssystems, weil sie die Verpflichtung des Leitwährungslandes widerspiegelt, unabhängig von Reserveänderungen die nominale Stabilität seines Geldes sicherzustellen. Nicht die Härte, sondern die Aufweichung des Dollar führte zur Aushöhlung des Bretton-Woods-Systems.

Das störende Element innerhalb des EWS ist denn auch nicht die Stabilitätsorientierung der Bundesbank, sondern das traditionelle Streben der Bundesrepublik nach Exportüberschüssen. Dabei beruht die starke Zunahme der Überschussposition in jüngerer Zeit fast ausschließlich auf dem Warenhandel mit EG-Ländern (vgl. Abb. 3)<sup>13</sup> – und ist damit vor allem eine Folge des erwähnten Hinauszögerns einer Wechselkursanpassung. Die Handelspartner der Bundesrepublik werden so mit einem Zahlungsbilanzproblem konfrontiert, weil sie neben ihren Importüberschüssen tendenziell auch Kapitalabflüsse in die vermögenswirtschaftlich starke D-Mark zu befürchten haben bzw. derartige Abflüsse nur mit höheren Zinsen verhindern können. Dabei ist eine Tendenz zu einem kumulativen Ungleichgewicht angelegt, weil die mit anhaltenden deutschen Leistungsbilanzüberschüssen entstandene Gläubigerposition der Bundesrepublik zu einem wachsenden Strom von Zinseinkommen führt<sup>14</sup>.

Daß nicht die monetäre Stabilität der Bundesrepublik das eigentliche Problem ist, wird daran deutlich, daß sich durchaus eine hypothetische Marktkonstellation aufzeigen läßt, in der die Härte der D-Mark mit einem Zahlungsbilanzgleichgewicht des Auslands vereinbar wäre: Im Falle von Nettokapitalanlagen in der Bundesrepublik müßte der korrespondierende Realtransfer in Form von Exportüberschüssen geleistet werden können. *Emminger* (1986: 367) betonte deshalb schon früh, „daß deutsche Leistungsbilanzdefizite das Funktionieren des EWS erleichtern würden“<sup>15</sup>. Seit Mitte der 80er Jahre hat sich jedoch auch hier der Saldo aktiviert.

---

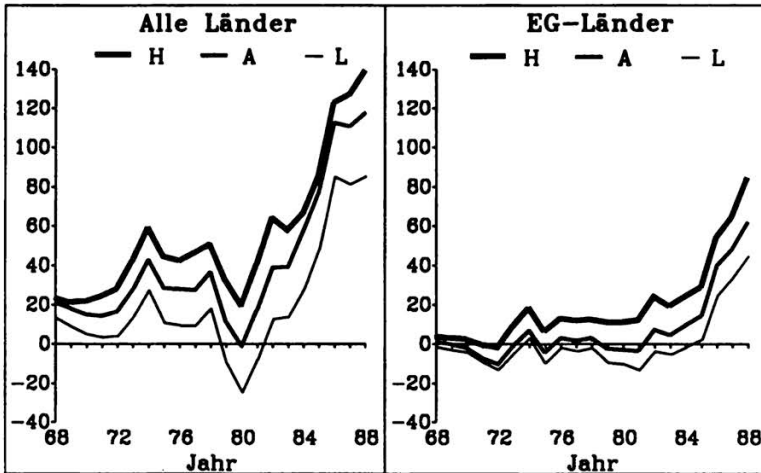
nicht mit einem wachsenden Dollar-Angebot (vgl. *Keynes* 1924: 172, 202f.; *Riese* 1986: 253 ff.; *Crabbe* 1989).

<sup>13</sup> Die auffällige Verschlechterung der Handelsbilanz 1979/80 läßt sich hauptsächlich auf den zweiten Ölpreisschub zurückführen (vgl. *Deutsche Bundesbank* 1988: 286).

<sup>14</sup> Mit Blick auf die globale Zahlungsbilanzposition der Bundesrepublik schreibt die Bundesbank: „Für die Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz läuft dies auf eine Tendenz zur Verstärkung der Überschüsse hinaus. Anders als in den zurückliegenden Jahrzehnten ist unter solchen Umständen von der Dienstleistungsbilanz – trotz der hohen Passivsaldoen im Auslandsreiseverkehr – kaum noch ein Gegengewicht zu den hohen Außenhandelsüberschüssen zu erwarten“ (Monatsbericht 1989/10: 36).

<sup>15</sup> Zieht man die traditionellen Defizite der deutschen Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz in Betracht, so wäre nicht einmal eine negative Leistungsbilanz erforderlich (vgl. jedoch Fußnote 14).

Abbildung 3  
Handelsbilanz (H), Außenbeitrag (A) und Leistungsbilanz (L)  
der Bundesrepublik Deutschland (Mrd. DM)



Quelle: Deutsche Bundesbank (1988: 254, 274); Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 3: Zahlungsbilanzstatistik.

Damit läßt sich als Zwischenbilanz festhalten, daß das Zusammentreffen von Exportüberschuß und Währungsstärke – als strukturelle Eigenschaften der Ökonomie der Bundesrepublik – zu Spannungen bei der wirtschaftspolitischen Koordination in Europa führt. Der Versuch, eine „merkantilistische“ Außenhandelspolitik mit den Vorteilen der Position eines Anlagelandes zu verbinden, stellt jedoch kaum eine Doppelstrategie dar; die Bundesbank hat sich lange gegen den aus dem Marktprozeß heraus entstandenen Anlagecharakter der D-Mark gestraubt. Tatsächlich fehlt eher ein strategisches Element in der deutschen Geldpolitik, indem sich die Bundesbank zwischen den langfristig für die Bundesrepublik alternativen Rollen einer Exportnation und eines Leitwährungslandes nicht zu entscheiden vermag und daher in der währungspolitischen Reformdiskussion in Europa nicht eine Führungs-, sondern zumindest zeitweilig eine Bremserrolle spielt. Dabei können Entwicklungen, die gerade aus der Sicht der deutschen Geldpolitik eher eine Verschlechterung darstellen – nämlich die zu erwartende Schwächung der D-Mark –, nur verzögert, aber angesichts der politischen Eigendynamik der Integrationsbewegung kaum verhindert werden.

#### IV. Zur Alternative einer Politik der DM-Aufwertung

Die Praxis der Realignments im EWS begünstigt eine tendenzielle reale Unterbewertung für die Bundesrepublik, weil Wechselkursanpassungen in der Regel erst im nachhinein die aufgelaufenen Inflationsdifferenzen neutralisieren. Zum Zeitpunkt der Neufestsetzung entsprechen dann die Kurse zwar (möglicherweise) der Kaufkraftparität, in der Zwischenzeit aber – und damit im Durchschnitt der Jahre – erfahren Länder mit Preisstabilität eine reale Abwertung, Inflationsländer eine reale Aufwertung. So hat der reale Außenwert der D-Mark gegenüber den übrigen EWS-Währungen seit 1979 im Trend – sowie seit 1987 fortlaufend – abgenommen (Monatsbericht 1989/11: 35). Die Inflationsländer importieren somit Stabilität in Form deutscher Exportüberschüsse und bezahlen dafür wie erwähnt mit höheren Zinsen bzw. mit Zahlungsbilanzrestriktionen für Wachstum und Beschäftigung.

Jedoch ist die Aufrechterhaltung und Steigerung ihres Exportüberschusses auch für die Bundesrepublik nicht kostenlos. Die zur Sicherung des korrespondierenden Nettokapitalexports nötige Zinsdifferenz ergab sich keineswegs durchgehend als Marktphänomen<sup>16</sup>, sondern mußte phasenweise durch deutliche Überschreitungen des selbstgesetzten Geldmengenziels stabilisiert werden. Dadurch entstand nicht nur ein Glaubwürdigkeitsproblem; auch die Inflationsgefahr wurde durch den Aufbau liquider Geldvermögensbestände verschärft und in einigen Fällen war dann eine Stabilisierungskrise nötig, weil der Weg einer sanften Konjunkturbremmung über den Wechselkurs nicht beschritten wurde. Die These *Emmingers* (1986), die Bundesrepublik habe sich insbesondere in den 50er und 60er Jahren durch unterlassene oder verspätete Aufwertungen monetäre Stabilitätsprobleme eingehandelt, läßt sich auch mit Blick auf die 70er und 80er Jahre vertreten (vgl. *Spahn* 1988).

Wenn aber die bisherige geld- und währungspolitische Praxis der Bundesrepublik weder intern noch im Verhältnis zu anderen Ländern widerspruchsfrei war und ein großer Harmonisierungsschritt aus den genannten Gründen eine Verschlechterung bringen kann, ist als Gegenentwurf das Konzept einer gleichsam monopolistischen Koordination der Wirtschaftspolitik zu erwägen, das die faktische, vom Markt bestimmte Leitwährungsfunktion der D-Mark anerkennt und mit makroökonomischen Stabilitätsbe-

---

<sup>16</sup> Auch die mit der „Quellensteuerrückzahlung“ entfaltete Kapitalflucht war letztlich ein Reflex auf wirtschaftspolitische Signale. Im nachhinein stellt sich dieses später abgebrochene Vorhaben geradezu als ein beispiellos erfolgreiches Beschäftigungsprogramm dar, weil der Kapitalexport eine rasant steigende Exportproduktion finanzierte.

dingungen in Einklang bringt (vgl. *Riese* 1989; *Herr* 1989). Dabei kann hier nur eine Hartwährungsstrategie, nicht jedoch die oft geforderte Umkehr zu einer generell expansiven Geldpolitik der Bundesrepublik zur Diskussion stehen<sup>17</sup>.

Aus weltwirtschaftlicher Perspektive stellt ein Importüberschuß eines währungsstarken Landes eine durchaus „natürliche“ Konstellation dar, die dem Auftreten kumulativer Ungleichgewichte in den Gläubiger-Schuldner-Positionen entgegenwirkt. Stabiles Geld induziert einen tendenziellen Kapitalzustrom aus dem Vermögenssicherungsmotiv, der sich infolge der Liquiditäts-, d. h. Sicherheitsprämie der nationalen Währung in einem relativ niedrigen Zins niederschlägt. Die Zinsdifferenz zwischen Kapitalexport und -import begründet gleichsam einen „Bankgewinn“ der betreffenden Volkswirtschaft, der prinzipiell einen strukturellen Güterimportüberschuß bei ausgeglichener Leistungsbilanz finanzieren kann. Dies entspricht etwa der Stellung Englands zur Zeit des Goldstandards oder der heutigen Schweiz. Für die Bundesrepublik bedeutet dies, daß – der Position eines reifen Gläubigerlandes entsprechend – die Strategie eines Wachstumsimports via Exportüberschüsse durch die Strategie eines Wohlfahrtsimports via Terms-of-Trade-Gewinne ersetzt werden müßte (vgl. *Riese* 1987).

Zur Realisierung einer solchen Konstellation ist jedoch eine Wechselkursanpassung erforderlich, die über das übliche Ausmaß eines „nachholenden“ Inflationsausgleichs hinausgeht. Angesichts der offenbar gewachsenen Widerstände, überhaupt Realignments durchzuführen, erscheint dies auf den ersten Blick als nicht sonderlich realistisch. Sollte sich jedoch die Bundesbank – wie schon des öfteren in der Vergangenheit – bei fortschreitender Konjunktur zu einer energischen Inflationsbekämpfung gezwungen sehen, so könnte auch für das Ausland eine substantielle DM-Aufwertung durchaus eine Alternative zu den bei einer deutschen Stabilisierungskrise zu erwartenden Zinssteigerungen sein.

In ähnlicher Weise ist die Aufrechterhaltung eines nach einer deutlichen DM-Aufwertung erreichten Gleichgewichts schwierig. Denkbar wären periodische Wechselkursänderungen, die sich entwickelnde Inflationsdifferenzen antizipieren, so daß die D-Mark zunächst stark real aufgewertet und sich dann im Zeitablauf schrittweise abwerten würde. Parallel dazu würden sich die übrigen Währungen zwischen den Realignments real aufwerten;

---

<sup>17</sup> Die seit Jahrzehnten – erfolglos – erhobene Forderung an Überschußländer (ein markantes Beispiel liefert schon *Keynes'* Haltung in den Verhandlungen von Bretton Woods), ihre Hartwährungspolitik zugunsten einer „weichen“ Geldversorgung aufzugeben, mißachtet sowohl die Interessen dieser Länder als auch die Stabilitätsanforderungen einer internationalen Geldwirtschaft.

insoweit könnten die betreffenden Länder einen erwünschten Stabilitätsimport beibehalten. Zu verkraften bliebe jedoch der anfängliche Außenhandelschock<sup>18</sup> für die Bundesrepublik und der Preisschock für die Partnerländer. Eine mehr gradualistische Alternative wäre eine regelgebundene Geldpolitik, bei der eine nominale Aufwertungsrate der D-Mark als Zielgröße neben das Geldmengenziel tritt oder dieses ersetzt. Die angestrebte reale Anpassung ist allerdings nicht sicher, da die DM-Aufwertung im Ausland in den Preisen und im Inland in den Löhnen antizipiert werden könnte<sup>19</sup>.

Von Bedeutung für die Stellung der D-Mark im EWS ist nicht zuletzt das Verhalten der deutschen Geldpolitik gegenüber dem Dollar. Erfahrungsgemäß bringt eine Dollar-Schwäche auch innerhalb des EWS eine Aufwertungstendenz für die D-Mark mit sich. Dies bedeutet nun nicht, daß die Bundesbank ihre umfangreichen Dollar-Reserven abstoßen sollte, um eine solche Konstellation herbeizuführen<sup>20</sup>; aber die Bundesbank könnte davon absehen, zukünftige Abwertungstendenzen des Dollar durch Interventionen zu bremsen. Eine DM-Aufwertung gegenüber dem Dollar könnte auch ein Hebel zur Aufwertung gegenüber europäischen Währungen sein, wenn Drittländer ihrerseits keine Änderung ihrer Dollar-Parität wünschen.

Eine substantielle DM-Aufwertung, die den Charakter der deutschen Außenwirtschaftsbeziehungen nachhaltig ändert, kann nur aus dem Zusammenwirken der Marktkräfte mit einer veränderten Haltung der deutschen Geldpolitik resultieren. Phasen ausgeprägter DM-Präferenzen auf den internationalen Finanzmärkten, wie sie die Währungsgeschichte der Bundesrepublik seit Jahrzehnten kennzeichnen, könnten stärker zur Aufwertung genutzt werden. Umgekehrt werden derartige DM-Präferenzen durch eine Bereitschaft der Bundesbank gestützt, die Rolle der europäischen Leitwährung ohne Vorbehalte anzunehmen und dabei als „Preis“ dem Ausland die Bereitschaft zum Abbau bzw. Verzicht auf deutsche Exportüberschüsse zu signalisieren.

---

<sup>18</sup> Angesichts der hohen nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Exports wird die Wechselkursreaktion der Handelsbilanz vermutlich eher in steigenden deutschen Importen bestehen.

<sup>19</sup> Es scheint allerdings mehr als fraglich, ob die Befürchtung wechsellkursbedingter Beschäftigungsverluste im Exportsektor (sowie in den Bereichen, die dann in erhöhtem Maße einer Importkonkurrenz ausgesetzt sind), zu einer die Aufwertung vollständig neutralisierenden Lohnpolitik führt; die Erfahrungen in der Bundesrepublik zeigen, daß Arbeitslosigkeit die Tarifpolitik der Gewerkschaften nicht unbedingt dominiert.

<sup>20</sup> In der Währungshierarchie der Weltwirtschaft hält jede Notenbank Reserven in den jeweils „übergeordneten“ – jedoch nicht in schwächeren – Währungen. Deshalb lehnt die Bundesbank den Vorschlag, EWS-Währungen dauerhaft in ihren Bestand aufzunehmen, ab, wird jedoch bis auf weiteres Dollar-Reserven halten müssen.

Die Realisierung dieses Szenarios hängt letztlich davon ab, wie die beteiligten Länder ihre Interessen auch im Übergangsprozeß berührt sehen. Für die Bundesrepublik bringt eine Politik der DM-Aufwertung eine Sicherung monetärer Stabilität und einen Strukturwandel, der die Exportlastigkeit der Wirtschaft und damit die Anfälligkeit für Weltmarktstörungen vermindert. Kurz- und mittelfristig wird dieser Strukturwandel jedoch ohne Zweifel das Beschäftigungsproblem verschärfen. Ein Abbau deutscher Exportüberschüsse wird andererseits die Zahlungsbilanzprobleme des Auslands verringern. Der immer wieder geäußerte Vorwurf, die angeblich einseitige Stabilitätsorientierung der Bundesbank wirke als europäische Wachstumsbremse, wird so entkräftet. Zu beachten ist auch, daß der Zwang der EWS-Länder, sich praktisch der deutschen Zinspolitik anschließen zu müssen, erst aus dem Willen zur Verteidigung ihrer Wechselkurse folgt. (Relative) Zinserhöhungen in der Bundesrepublik, die zur Herbeiführung einer DM-Aufwertung notwendig sein werden (siehe Anhang), implizieren deshalb in den übrigen Ländern nicht notwendigerweise eine parallele Restriktionspolitik. Allerdings werden dann einige Länder zumindest im Übergangsprozeß wieder verstärkt mit dem Inflationsproblem konfrontiert.

Somit würde die wirtschaftspolitische Strategie einer DM-Aufwertung auch aufgrund von Umsetzungsproblemen auf Widerstand stoßen – ganz zu schweigen von politischen Einwänden gegen eine dann auch institutionelle Festschreibung einer monetären „Vorherrschaft“ der Bundesrepublik in Europa. Dem ist jedoch entgegenzuhalten, daß diese Leitwährungsdominanz auf der Ebene der Märkte ohnehin besteht. Bei einer veränderten Außenhandelsposition der Bundesrepublik könnte diese Dominanz bei dann leichter zu sichernden Zahlungsbilanzgleichgewichten mit den Interessen der europäischen Länder durchaus vereinbar sein.

## V. Ein Resümee

Angeichts immanenter Instabilitätstendenzen im „System“ flexibler Wechselkurse war die Entscheidung zugunsten eines Fixkurssystems in Europa prinzipiell richtig. Wie schon unter dem Goldstandard sind solche Währungsordnungen jedoch durch das Primat des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts gekennzeichnet, dem sich binnenwirtschaftliche Ziele der Politik unterzuordnen haben – es sei denn, das Leitwährungsland selbst betreibt eine Politik des billigen Geldes (und unterhöhlt so langfristig die Funktionsbedingungen des betreffenden Währungssystems).

Aus dieser Perspektive sind die häufigen Aufforderungen, die Bundesrepublik solle eine expansivere Wirtschaftspolitik betreiben, verständlich.

Auch Bestrebungen zur „Harmonisierung“ der Geldpolitik in Europa sind als Versuch interpretierbar, die funktional in einem Leitwährungssystem notwendige Härte der Geldversorgung auf dem Wege eines „demokratischen“ Entscheidungsprozesses abzuschwächen. Bei Realisierung dieser Vorhaben ist deshalb mit den Kosten einer geringeren monetären Stabilität zu rechnen – oder mit den Kosten einer regional orientierten Umverteilungs- und Subventionspolitik, die die nationale Akzeptanz einer stabilitätsorientierten europäischen Geldpolitik absichern müßte.

Eine Alternative könnte in einer Politik bestehen, die zwar nicht die Härte der D-Mark beseitigt, aber doch ihre Unterbewertung. Denn durch diese Kombination, die sich in steigenden deutschen Exportüberschüssen niederschlägt, entstehen den übrigen europäischen Ländern zusätzliche und vermeidbare Zahlungsbilanzprobleme, wenn diese ihr internes Wachstum erhöhen wollen. Zur Institutionalisierung des Leitwährungsstatus der D-Mark ist somit ein Abbau des strukturellen deutschen Exportüberschusses notwendig, um eine Währungsordnung in Europa zu schaffen, die nicht wie die gegenwärtige im Ausland nur mit restriktiver Zinspolitik gegen die Marktmechanismen stabilisiert werden kann.

Eine deutsche Hartwährungsstrategie wäre dann marktkonform, d.h. eher mit einem Zahlungsbilanzgleichgewicht vereinbar, weil sie dem Ausland bei einem Trend in die D-Mark den zu den Kapitalbewegungen korrespondierenden Realtransfer in Form von Güterströmen in die Bundesrepublik ermöglicht. Das Ausland kann somit höhere Wachstumsraten realisieren, weil seine Handelsbilanzprobleme vermindert werden. Die deutsche Präferenz für Preisstabilität erzeugt so nicht länger Restriktionen für die Beschäftigungsentwicklung in Europa, sondern schlägt sich in Terms-of-Trade-, d.h. Wohlfahrtsgewinnen in der Bundesrepublik nieder. Der Wechsel von einer Exportnation zu einem „reifen“ Gläubiger- und Anlageland verlangt allerdings gerade von der Ökonomie der Bundesrepublik und dem Selbstverständnis ihrer Wirtschaftspolitik eine doch so weitreichende Umorientierung, daß die Realisierungschancen dieses Szenarios (noch) nicht allzu hoch eingeschätzt werden können.

## **VI. Anhang: Ein Makromodell zur Politik einer DM-Aufwertung**

Im folgenden wird ein einfaches log-lineares Makromodell vorgestellt, um die gesamtwirtschaftlichen Effekte einer Geldpolitik zu demonstrieren, die im Rahmen einer Hartwährungsstrategie ein Außenhandelsgleichgewicht anstrebt. Um den institutionellen Hintergrund der betrachteten Ökonomie noch einfach analysierbar zu halten, werden zunächst flexible Wechselkurse unterstellt, die jedoch durch den noch zu erläuternden Kurs der Geldpolitik reguliert werden. Alle Variablen (mit der Aus-

nahme von Ertrags- und Veränderungsraten) sind als Logarithmen notiert; Variablen mit einem Sternchen beziehen sich auf das Ausland. Griechische Buchstaben bezeichnen Elastizitäten.

$$(1) \quad y = a - \pi r + \theta (y^* - y) + (\epsilon + \Omega) (e - p + p^*)$$

$$(2) \quad p = p_o + \delta e$$

$$(3) \quad m = p + y - \sigma r$$

$$(4) \quad r = r^* + \dot{e} - q$$

$$(5) \quad \dot{e} = \Phi (e_o - e)$$

$$(6) \quad \theta y^* + \epsilon (e_o - p + p^*) = \theta y - \Omega (e_o - p + p^*)$$

$$(7a) \quad m = m_o - \alpha (e - e_o)$$

$$(7b) \quad m = m_o + \beta q$$

Gleichung (1) bildet die IS-Kurve ab. Dabei bedeuten:  $y$  Einkommen,  $a$  autonome Nachfragegrößen (insbesondere Fiskalpolitik),  $r$  Zinssatz,  $e$  Wechselkurs,  $p$  Preisniveau,  $\pi$  Zinselastizität der Investition,  $\theta$  Einkommenselastizität der Handelsbilanz (letztere wird im folgenden der Leistungsbilanz gleichgesetzt),  $\epsilon$  bzw.  $\Omega$  reale Wechselkurselastizitäten von Ex- bzw. Import.

Die Angebotsseite ist durch Gleichung (2) wiedergegeben. Sie impliziert die Annahme einer vollständigen Angebotselastizität, d.h. das Fehlen von preisstiegenden Engpässen. Der Zeithorizont des Modells ist also entweder sehr kurz (Bedienung der Nachfrage durch Änderung des Lagerbestandes oder der laufenden Produktion) oder langfristig (Anpassung der Kapazitäten an die effektive Nachfrage). Die inländische Komponente der Mark-up-Preisbildung ist durch  $p_o$  wiedergegeben, die ausländische durch  $\delta e$ ; dabei ist  $\delta < 1$  unterstellt, d.h. ein abwertungsbedingter Anstieg der Importpreise erhöht das Preisniveau nur unterproportional.

Die LM-Kurve ist in Gleichung (3) erfaßt. Das Geldangebot  $m$  ist eine endogene Größe (s. u.). Die Einkommenselastizität der Geldnachfrage ist gleich Eins angenommen, die Zinselastizität ist  $\sigma$ .

Unter der Bedingung einer perfekten Kapitalmobilität herrscht grundsätzlich eine Zinsparität zum Ausland (Gleichung 4). Der Inlandszins erhöht sich jedoch gegebenenfalls um eine erwartete Abwertungsrate  $\dot{e}$ ; im Falle einer positiven, nicht-pekuniären Liquiditäts- oder Sicherheitsprämie der heimischen Währung  $q$  ist der pekuniäre Ertrag inländischer Wertpapiere entsprechend niedriger (vgl. *Riese* 1986: 234). Die Größe  $q$  kann eine kurzfristige, spekulative Präferenz für die Inlandswährung widerspiegeln, aber auch Reflex einer – im Vergleich zu anderen Währungen – grundsätzlich höheren Attraktivität der Inlandswährung als internationales Kontrakt- und Anlagemedium sein. Die Liquiditätsprämie kann mit dem Stand der Leistungsbilanz verknüpft sein; eine Überschußposition läßt sich als Beleg einer internen monetären Stabilität und einer außenwirtschaftlich gesicherten Währung deuten, so daß die vermögenswirtschaftliche Attraktivität der betreffenden Währung gefestigt wird. Aber die Währungsgeschichte zeigt durchaus Fälle, in denen Länder auch ohne derartige

Überschüsse einen im Vergleich zum Weltniveau niedrigeren Zins aufrechterhalten konnten.

Deshalb ist es angebracht, etwaige durch die Außenhandelsposition bedingte Wechselkursänderungserwartungen gedanklich von  $q$  zu trennen. Gleichung (5) beschreibt eine solche Abwertungserwartung (Aufwertungserwartung) als Funktion eines Importüberschusses (Exportüberschusses). Dabei ist  $e_0$  derjenige hypothetische Wechselkurs, der *ceteris paribus* zu einer Gleichheit von Export  $x$  (linke Seite von Gleichung 6) und Import  $i$  (rechte Seite von Gleichung 6) führt. Unter heutigen Bedingungen wird der Parameter  $\Phi$  allerdings nicht sonderlich stabil (und wie oben in Abschnitt I ausgeführt nicht einmal im Vorzeichen eindeutig) sein, weil die Marktteilnehmer wissen, daß die Wechselkursentwicklung nur sehr eingeschränkt von Faktoren der Leistungsbilanz bestimmt wird. Wenn die Geldpolitik aber explizit einen Kurs verfolgt, der über eine indirekte Beeinflussung des Wechselkurses auf einen Abbau von Außenhandelsungleichgewichten gerichtet ist, wird bei rationalen Erwartungen der Wert von  $\Phi$  eindeutig größer Null sein.

Gleichung (7a) gibt eine solche Entscheidungsregel für die Geldpolitik an. Bei dieser Strategie erfolgt eine Einschränkung der zunächst angebotenen Geldmenge  $m_0$ , wenn ein Exportüberschuß – d. h. nach Gleichung (6) eine Unterbewertung – vorliegt. Praktisch kann man sich dies als eine leichte Erhöhung der Geldmarktzinsen vorstellen, woraufhin der Kapitalexport (vor allem der inländischen Banken) zurückgeht, der Nettokapitalexport *ex ante* damit geringer als der Leistungsbilanzüberschuß ist und somit eine Aufwertungstendenz einsetzt.

Im Vergleich dazu ist in Gleichung (7b) eine Entscheidungsregel formuliert, die man als „Bundesbankstrategie“ bezeichnen könnte. Hierbei versucht die Geldpolitik, die bei positiven „Präferenzschocks“ für die heimische Währung „drohende“ Aufwertung durch eine expansive Geldpolitik zu verhindern (mit  $\beta < \infty$ ).

In den folgenden Tabellen ist bei alternativen geldpolitischen Strategien der Einfluß exogener Faktoren auf die endogenen Variablen in Form der Vorzeichen der betreffenden Multiplikatoren festgehalten. In Tabelle 1 ist dabei  $\Phi$  gleich Null gesetzt: Selbst bei neutraler Geldpolitik („Marktlösung“) können die Wechselkurswartungen aus vielen Gründen (vgl. Abschnitt I) vom Stand der Leistungsbilanz unabhängig sein. Im Falle der „Bundesbankstrategie“ können die Marktakteure ohnehin aus einem Exportüberschuß nicht auf eine Aufwertung schließen, weil sie die gegenläufige Politik der Notenbank kennen.

Diese  $\beta$ -Strategie führt nur in der  $q$ -Spalte zu Abweichungen vom Szenario bei neutraler Politik. Dabei gelingt eine Neutralisierung der retardierenden Effekte einer steigenden Präferenz ausländischer Vermögenshalter für die inländische Währung; je nach Stärke der induzierten geldpolitischen Expansion können Einkommen und Exportüberschuß  $h = x - i$  sogar gesteigert werden. Daraus wird umgekehrt eine neutrale Geldpolitik, d. h.  $\beta = 0$ , in Phasen einer DM-Präferenz auf den internationalen Finanzmärkten als ein Weg zu einem Abbau der Exportüberschüsse via Aufwertung deutlich.

Tabellen 2a und 2b zeigen eine aktive Aufwertungs politik, wobei im (hypothetischen) Extremfall  $\alpha = \infty$  für eine autonome Geldpolitik kein Raum mehr besteht: Änderungen von  $m_0$  bleiben wirkungslos. Ähnlich wie bei der  $\beta$ -Strategie reagiert die Geldpolitik auch bei der  $\alpha$ -Strategie expansiv auf Präferenzverschiebungen zugun-

Tabelle 1

„Marktlösung“  $\alpha = \beta = \Phi = 0$  vs. „Bundesbankstrategie“ (7b) mit  $\beta > 0$ ,  $\Phi = 0$ 

	$a$	$m_o$	$\beta = 0$	$\beta > 0$	$r^*$	$p^* - p_o$	$y^*$
$y$	+	+	(-)	{+}	(+)	+	+
$r$	0	0	-	-	+	0	0
$e$	-	+	-	{+}	+	?	-
$p$	-	+	-	{+}	+	-	-
$m$	0	+	0	+	0	0	0
$x$	-	+	-	{+}	+	+	+
$i$	+	[-]	?	?	?	[-]	+
$h$	-	+	-	{+}	+	+	+

(.) wenn  $\delta < \sigma(\Omega + \epsilon)/[\sigma(\Omega + \epsilon) + \pi]$ [.] wenn  $\Omega > \epsilon\theta$ {.} bei großen Werten von  $\beta$ 

sten der heimischen Währung, um eine aufwertungsbedingte Verschlechterung der Leistungsbilanz zu verhindern, die allerdings hier nun tendenziell oder vollständig ausgeglichen ist.

Der positive Einfluß von Inflationsunterschieden  $p^* - p_o$ , die ihrerseits unter anderem auf ein unterschiedliches Stabilitätsbewußtsein in der Lohnpolitik rückführbar sind, und der Auslandskonjunktur  $y^*$  auf das inländische Einkommen geht mit zunehmendem  $\alpha$  gegen Null. Dies ist eine Folge der induzierten geldpolitischen Restriktion, die die jeweils entstehenden Exportüberschüsse mittels Aufwertung tendenziell neutralisiert. Umgekehrt ist die Notenbank zur Akkommodierung expansiver Fiskalpolitik  $a$  gezwungen, um der andernfalls entstehenden Tendenz zu Leistungsbilanzdefiziten entgegenzuwirken.

Der Zins reagiert zunächst bei Änderungen von  $a$ ,  $m_o$ ,  $p^* - p_o$  und  $y^*$  auf die damit ausgelösten Wechselkursänderungserwartungen (weil  $h$  durch diese exogenen Faktoren berührt wird). Bei  $\alpha = \infty$  ist der Zins nur noch vom Auslandszins sowie von der Liquiditätsprämie der heimischen Währung abhängig, weil die Wechselkurspolitik stets eine ausgeglichene Leistungsbilanz herstellt (und somit  $\dot{e}^*$  gleich Null ist). Zinssteigerungen im Ausland wirken nun nicht mehr via Kapitalabfluß und Abwertung schwach expansiv; der geldpolitische Zwang zur Bewahrung des Außenhandelsgleichgewichts führt vielmehr zu einer Ankopplung an den Auslandszins.

Obwohl das Modell nicht den Anspruch erheben kann, die Position der Bundesrepublik im EWS exakt widerzuspiegeln, bestätigen sich doch einige der oben angeführten Argumente. Die Bundesrepublik bezahlt einen tendenziellen – aufwertungsbedingten – Gewinn an Preisstabilität sowie Terms-of-Trade-Verbesserungen mit temporären Einkommens- und Beschäftigungseinbußen. Spiegelbildlich dazu ist das Ausland bei relativ höheren Preis- und Einkommenssteigerungen eher gegen sonst drohende Leistungsbilanzverschlechterungen gesichert.

Tabelle 2a

„Aufwertungsstrategie“ (7a) mit  $\alpha > 0$ ,  $0 < \Phi < \infty$ 

	$a$	$m_o$	$q$	$r^*$	$p^* - p_o$	$y^*$
$y$	+	+	(+)	(-)	+	+
$r$	+	-	-	+	-	-
$e$	(+)	+	(+)	(-)	(-)	-
$p$	(+)	+	(+)	(-)	-	-
$m$	+	+	+	-	-	-
$x$	(+)	+	(+)	(-)	+	+
$i$	+	[+]	(+)	(-)	[+]	+
$h$	-	+	-	+	+	+

(.) bei großen Werten von  $\alpha$ [.] wenn  $\Phi > (\Omega - \varepsilon\theta)(\Omega + \varepsilon)/\varepsilon\theta\pi$ 

Tabelle 2b

Spezialfall  $\alpha = \infty$ 

	$a$	$m_o$	$q$	$r^*$	$p^* - p_o$	$y^*$
$y$	+	0	+	-	0	0
$r$ [= $r^* - q$ ]	0	0	-	+	0	0
$e$	+	0	+	-	-	-
$p$	+	0	+	-	-	-
$m$	+	0	+	-	-	-
$x$ [= $i$ ]	+	0	+	-	0	+
$h = 0$						

## Literatur

Begg, D. (1989): Floating Exchange Rates in Theorie and Practice. Oxford Review of Economic Policy 5, 24 - 39. – Biasco, S. (1987): Currency Cycles and the International Economy. Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, 160, 31 - 60. – Bliss, C. (1986): The Rise and Fall of the Dollar. Oxford Review of Economic Policy, 2, 7 - 24. – Bofinger, P. (1988): Das Europäische Währungssystem und die geldpolitische Koordination Europas. Kredit und Kapital 21, 317 - 345. – Crabbe, L. (1989): The International Gold Standard and U.S. Monetary Policy from World War I to the New Deal. Federal Reserve Bulletin 75, 423 - 440. – Delors, J. u. a. (1989): Report on Economic and Monetary Union in the European Community. – Deutsche Bundesbank (1988): 40 Jahre Deutsche Mark – Monetäre Statistiken 1948 - 1987. Frankfurt. – Dornbusch, R. (1987a): Exchange Rate Economics – 1986. Economic Journal, 97, 1 - 18. – Dornbusch, R. (1987b): Prosperity or Price Stability. Oxford Review of Economic Policy, 3, 9 - 19. – Dornbusch, R. / Frankel, J. (1988): The Flexible Exchange Rate System – Experience

and Alternatives. In: *Borner, S.* (Hrsg.): *International Financial Markets and Trade in a Polycentric World*. London / Basingstoke, 155 - 213. – *Emminger, O.* (1986): *D-Mark, Dollar, Währungskrisen*. Stuttgart. – *Flassbeck, H.* (1988): *Preise, Zins und Wechselkurs*. Tübingen. – *Francke, H.-H.* (1990): *Politische Interessenstrukturen in der Europäischen Währungsordnung*. In: *Riese, H. / Spahn, H.-P.* (Hrsg.): *Geldpolitik und ökonomische Entwicklung – Ein Symposium*. Regensburg, 137 - 150. – *Friedman, M.* (1953): *The Case for Flexible Exchange Rates*. In: *Ders.: Essays in Positive Economics*. Chicago, 157 - 203. – *Giavazzi, F. / Pagano, M.* (1988): *The Advantages of Tying One's Hands – EMS Discipline and Central Bank Credibility*. *European Economic Review*, 32, 1055 - 1082. – *Herr, H.* (1989): *Mercantilistic Strategies, Cooperation and the Option of the European Monetary System*. Discussion Paper FS I 89-2, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung. – *Keynes, J. M.* (1924): *Ein Traktat über Währungsreform* (1923). München / Leipzig. – *Krugman, P.* (1989): *The Case for Stabilizing Exchange Rates*. *Oxford Review of Economic Policy* 5, 61 - 72. – *Levich, R. M.* (1989): *Is the Foreign Exchange Market Efficient?* *Oxford Review of Economic Policy* 5, 40 - 60. – *Melitz, J.* (1988): *Monetary Discipline, Germany and the European Monetary System*. *Kredit und Kapital* 21, 481 - 512. – *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, Frankfurt. – *Neumark, F.* (1975): *Zyklen in der Geschichte ökonomischer Ideen*. *Kyklos* 28, 257 - 285. – *Riese, H.* (1986): *Theorie der Inflation*. Tübingen. – *Riese, H.* (1987): *Strategien der Wirtschaftspolitik – Wohlfahrtsimport versus Wachstumsimport*. *Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung*, Berlin, 177 - 180. – *Riese, H.* (1989): *Geldpolitik bei Preisniveaustabilität – Anmerkungen zur Politik der Deutschen Bundesbank*. In: *Ramser, H. J. u.a.* (Hrsg.): *Beiträge zur angewandten Wirtschaftsforschung*. Berlin / Heidelberg, 101 - 123. – *Sievert, O.* (1988): *Außenwirtschaftliche Zwänge der Wirtschaftspolitik*. Kiel. – *Schulmeister, S.* (1988): *Currency Speculation and Dollar Fluctuations*. *Banco Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, 167, 343 - 366. – *Spahn, H.-P.* (1988): *Bundesbank und Wirtschaftskrise – Geldpolitik, gesamtwirtschaftliche Finanzierung und Vermögensakkumulation der Unternehmen 1970 - 1987*. Regensburg. – *Stadermann, H.-J.* (1988): *Weltwirtschaft – Einführung in eine monetäre Theorie internationaler Wirtschaftsbeziehungen*. Tübingen.

## Zusammenfassung

### Wechselkursinstabilität und Hartwährungsstrategie: Zur Rolle der D-Mark im künftigen EWS

Die „Wahl“ zwischen alternativen Währungsordnungen zwingt in jedem Fall zur Hinnahme eines fundamentalen Problems. Bei flexiblen Wechselkursen werden insbesondere Anlagewährungen zeitweise mit dem Problem realer Kursverzerrungen konfrontiert, die aus der Dominanz der Kapitalbewegungen über die Bewegungen der nominalen Kurse folgen. Dabei wird die Instabilität der Devisenmärkte dadurch verstärkt, daß manche Länder erhebliche Leistungsbilanzungleichgewichte durch kompensierende Kapitalbewegungen aufrechtzuerhalten versuchen. Bei fixierten nominalen Wechselkursrelationen müssen binnenwirtschaftliche Ziele der Wirtschaftspolitik dem Primat des externen Gleichgewichts geopfert werden. Die währungspolitischen Harmonisierungsbestrebungen in Europa können als Versuch zur Minderung dieses Anpassungsdrucks verstanden werden, wobei das Ausland auf eine Neutralisierung der deutschen Geldpolitik setzt. Die Ursache zeitweiliger Zahlungsbilanzpro-

bleme im EWS ist jedoch nicht die angeblich einseitige Stabilitätsorientierung der Bundesbank, sondern die Kombination von ausgeprägten DM-Präferenzen und strukturellen deutschen Exportüberschüssen. Letztere sollten nicht durch expansive Politik, sondern durch eine substantielle DM-Aufwertung abgebaut werden. Die Realisierung dieses Szenarios verlangt von der Bundesrepublik den Abschied vom Modell der Exportnation und die Hinwendung zur Position eines reifen Anlage- und Gläubigerlandes, das seine Wohlfahrt vor allem durch Terms-of-Trade-Gewinne, d.h. durch eine Hartwährungsstrategie zu mehren trachtet.

### Summary

#### **Exchange Rate Instability and the Hard Currency Option: The Role of the D-Mark in the Future EMS**

By "choosing" between alternative exchange rate systems one cannot escape fundamental problems. In flexible-exchange-rate systems especially leading currencies at times are exposed to distortions of relative competitiveness which stem from nominal exchange rates being governed by capital movements. Attempts to maintain substantial current account imbalances by inducing appropriate capital flows add to the instability in foreign-exchange markets. In systems with fixed nominal exchange rates requirements of maintaining external equilibrium will dominate internal economic policy decisions. The concepts of monetary harmonization in Europe seem to aim at lowering these external constraints; some countries may hope that German monetary policy can be neutralized. However, temporary balance-of-payments problems in the EMS do not stem from the so-called "hardline" course of the Bundesbank, but rather from spells of preferences in favour of the D-Mark in connection with chronic German export surpluses. The latter should be lowered by means of a substantial revaluation of the D-Mark and not by expansive economic policy. For this proposal to be realized the FRG would be forced to abandon its welfare-by-export strategy, to rely on terms-of-trade gains instead, to pursue a hard-currency policy and to adopt the position of a mature creditor country.

### Résumé

#### **Instabilité du cours du change et stratégie de monnaie forte Le rôle de la Deutsche Mark dans le futur SME**

Le „choix“ entre différents systèmes de taux du change pose en tout cas un problème fondamental. Dans des systèmes de cours de change flottant, spécialement les monnaies de placement sont temporairement confrontées au problème de réelles distorsions de cours, dues au fait que les mouvements de capitaux dominent ceux des cours nominaux. Certains pays essaient de maintenir d'énormes déséquilibres de leur balance des opérations courantes en encourageant des mouvements de capitaux compensatoires, ce qui accentue l'instabilité des marchés des devises. Dans des systèmes de relations nominales des cours du change fixes, les exigences de l'équilibre extérieur font passer à l'arrière-plan les décisions politiques économiques intérieures. Les efforts d'harmonisation monétaire en Europe peuvent être considérés comme un essai en

vue de réduire cette pression d'adaptation; certains pays étrangers espèrent une neutralisation de la politique monétaire allemande. Les problèmes temporaires de la balance des paiements dans le SME ne sont cependant pas dus au cours de stabilité soi-disant unilatéral de la Bundesbank, mais aux préférences marquées pour le DM, accompagnées d'excédents structurels allemands d'exportation. Il faudrait réduire ces derniers, non pas par une politique expansive, mais par une réévaluation substantielle du DM. Pour ce faire, la République fédérale doit abandonner son modèle d'exportation et prendre la position d'un pays mûr d'investissement et d'un pays créateur, qui aspire avant tout à multiplier ses bénéfices des conventions commerciales (terms of trade); en d'autres mots: un pays adoptant une politique de monnaie forte.