

Wechselkurspolitische Konsequenzen zunehmender Kapitalströme – weltweite Erfahrungen und Perspektiven

Wechselkurspolitische Fragen gehören zum Kernbereich der anhaltenden Diskussion über Möglichkeiten zur Verbesserung der Funktionsweise des internationalen Währungs- und Finanzsystems. Rückblickend auf die jüngsten Verschuldungs- und Währungskrisen von Schwellenländern lässt sich festhalten, dass alle von Krisen erfassten Länder mehr oder weniger feste Wechselkursregelungen hatten, die im Zuge der Krisenlösung überwiegend Systemen mit erheblicher Wechselkursflexibilität weichen mussten. Mitunter wird den führenden Industrieländern vorgeworfen, die Wechselkurse zwischen ihren eigenen Währungen nicht genügend stabilisiert und dadurch zum Scheitern von Festkurssystemen in Schwellenländern beigetragen zu haben. Angesichts der starken Zunahme des Kapitalverkehrs sowohl innerhalb der Industrieländergruppe als auch zwischen Industrie- und Schwellenländern hat die Forderung nach festen Wechselkursen jedoch viel von ihrer früheren Attraktivität verloren. Ein hoher Grad an Wechselkursstabilität lässt sich bei umfangreichem Kapitalverkehr nur dann auf Dauer gewährleisten, wenn die eigene Wirtschaftspolitik konsequent und in sich konsistent dem Wechselkursziel untergeordnet wird. Dies ist eine überaus anspruchsvolle Voraussetzung, die in der Praxis nur in Ausnahmefällen erfüllt werden kann.

Verändertes wechselkurspolitisches Umfeld durch stark gestiegenen Kapitalverkehr

*Umfangreiche
Kapitalströme
sind ein Haupt-
merkmal der
fortschreiten-
den weltwirt-
schaftlichen
Verflechtung*

Die stürmische Zunahme des Kapitalverkehrs sowohl innerhalb der Industrieländergruppe als auch zwischen Industrie- und Entwicklungsländern gehört zu den herausragenden Entwicklungen der jüngsten internationalen Wirtschaftsgeschichte. Die Industrieländer hatten zunächst eine sich länger hinziehende Politik der schrittweisen Liberalisierung ihres Kapitalverkehrs verfolgt – mit einigen Ländern (darunter der Bundesrepublik) als stetige Vorreiter. Lange Zeit mangelte es vielerorts nicht nur an den elementaren Vertrauen schaffenden Voraussetzungen für eine weitgehende Öffnung der eigenen Finanzmärkte, wobei eine konsequent auf Geldwertstabilität ausgerichtete Politik an erster Stelle zu nennen ist. Häufig musste auch das Bewusstsein für die ökonomischen Vorteile eines freien Kapitalverkehrs (der vor dem Ersten Weltkrieg selbstverständlich war) erst wieder reifen. So fielen die letzten Kapitalverkehrsbeschränkungen in manchen Industrieländern nicht vor Anfang der neunziger Jahre. Seither haben Finanzinnovationen sowie Fortschritte in der Datenverarbeitung und Kommunikationstechnik die Integration der Finanzmärkte zwischen den Industrieländern und damit auch das Wachstum der Finanzströme innerhalb dieser Ländergruppe weiter vorangetrieben. In den im Aufholprozess am besten vorangekommenen Entwicklungsländern (Schwellenländer) setzte hingegen eine wesentliche Liberalisierung internationaler Kapitaltransaktionen erst im letzten Jahrzehnt ein – angetrieben durch einen weltweiten Paradigmawechsel in der

Wirtschaftspolitik, der sowohl das endgültige Scheitern des sozialistischen Wirtschafts- und Gesellschaftsmodells als auch die Erfolge der in den Industrieländern vordringenden Angebotspolitik reflektierte. Diese Öffnung der eigenen Wirtschaft für Kapitaltransaktionen hat vor allem einen beträchtlichen Zustrom an Direktinvestitionen ausgelöst. Zudem erhielten Geschäftsbanken und Unternehmen der Schwellenländer in vielen Fällen die Möglichkeit, sich bei ausländischen Finanzinstitutionen zu günstigen Konditionen zu refinanzieren, wobei es den Geldgebern und den Kreditnehmern durch implizite Staatsgarantien und vermeintlich feste Wechselkurse allerdings erschwert wurde, die mit ihren Entscheidungen verbundenen Risiken realistisch einzuschätzen. Darüber hinaus waren viele Schwellenländer dank eingeleiteter Reformen und entsprechender Vertrauensvorschüsse in der Lage, sich in großem Umfang Finanzkapital auf den internationalen Märkten auch durch direkte staatliche Kreditaufnahme zu beschaffen. Insoweit zeigte sich eine unerwartet starke Renaissance einer Entwicklung, die schon einmal 1973/74 auf Grund der damaligen Ölpreiserhöhungen eingesetzt hatte (im Zeichen eines „recycling“ von Einnahmen der Ölexporteure zu den energieimportierenden Ländern), dann aber durch die Anfang der achtziger Jahre ausgebrochene Schuldenkrise für lange Zeit ins Stocken gekommen war.

Die gesamten Nettokapitalzuflüsse in die Entwicklungsländer einschließlich der heutigen Transformationsländer stiegen nach Angaben des IWF von durchschnittlich 45 Mrd US-\$ pro Jahr im Zeitraum von 1980 bis 1989 auf jährlich 167 Mrd US-\$ in der anschließenden

*Jüngere
Tendenzen im
Kapitalimport
der Entwick-
lungsländer*

Periode bis 1997. Hauptsächlich als Folge der seither zahlreichen weiteren Verschuldungskrisen verminderte sich der Kapitalzustrom allerdings wieder auf 73 Mrd US-\$ im Jahresdurchschnitt 1998 bis 2001. Vergleicht man die Struktur der Kapitalzuflüsse der Entwicklungsländer seit Beginn der neunziger Jahre mit derjenigen früherer Perioden, zeigt sich zum einen eine starke Erhöhung des Anteils privater Kreditgeber und Investoren am gesamten Kapitalimport. So stieg diese Quote im Zeitraum von 1990 bis 1999 auf 81 %, nach nur 42 % in der vorangegangenen Dekade. Zum anderen ist bemerkenswert, dass innerhalb der Kapitalimporte aus privaten Quellen ausländische Direktinvestitionen seit den achtziger Jahren die bei weitem bedeutendste Komponente bildeten. Diese erfreuliche Tendenz (die nicht nur hilft, das Risiko plötzlicher Kapitalabzüge einzudämmen, sondern auch mit dem Transfer technologischer und organisatorischer Kenntnisse verbunden ist) wurde in jüngster Zeit teilweise durch nicht im gleichen Umfang wiederholbare Privatisierungsmaßnahmen begünstigt. Demgegenüber war der sonstige Kapitalverkehr der Entwicklungsländer von großer Volatilität gekennzeichnet und für den seit 1998 verzeichneten Rückgang des gesamten Nettokapitalimports dieser Ländergruppe verantwortlich. Das jüngste Abebben der Kapitalzuflüsse in die Entwicklungsländer weist jedoch nicht nur auf eine anhaltende Verunsicherung privater Kreditgeber und Investoren hin, sondern reflektiert auch größere Zurückhaltung bei der Kreditaufnahme. Durch notwendige Anpassungsmaßnahmen haben viele Entwicklungsländer ihre Leistungsbilanzdefizite inzwischen verringert oder sogar in Über-

schüsse umgekehrt, so dass der internationale Finanzierungsbedarf dieser Ländergruppe zurückging.

Die rasch voranschreitende Integration der Finanzmärkte zwischen den Industrieländern und der zunehmende Kapitalverkehr zwischen Industrie- und Entwicklungsländern haben unvermeidliche Konsequenzen für die Wechselkurspolitik der beteiligten Länder. Eine starke finanzielle Verflechtung zwischen unterschiedlichen Währungsräumen bedeutet, dass die beteiligten Länder auch hohe Leistungsbilanzdefizite reibungslos finanzieren können, solange aus Sicht der Kreditgeber und Investoren der Schuldendienst gesichert erscheint. Unter diesen Bedingungen können Veränderungen in der Einschätzung der Wirtschaftslage eines Landes oder Währungsraums erhebliche internationale Kapitalverlagerungen mit sich bringen, die zudem – soweit es sich um Finanzkapital handelt – nicht selten schlagartig erfolgen. Hierbei eröffnet ein durch positive Erwartungen ausgelöster Kapitalzustrom die Aussicht auf höheres Wirtschaftswachstum mit zunehmender Inanspruchnahme ausländischer Güter und Dienstleistungen durch heimische Investoren und Konsumenten. In diesen Fällen wäre die Aufwertung der eigenen Währung ein marktkonformer Hebel, um die Einfuhr zu begünstigen, die Ausfuhr zu drosseln und damit auch der Preisstabilität im eigenen Währungsraum zu dienen. Umgekehrt führt der Vertrauensverlust eines Partners in finanziell eng verflochtenen Währungsräumen zu großen Zahlungsbilanzproblemen, falls dessen ausländische Gläubiger fällige Anlagen nicht erneuern und die Wirtschaftspolitik oben-

*Umfangreicher
Kapitalverkehr
verlangt im
Prinzip ein
hohes Maß an
Wechselkurs-
beweglichkeit*

Nettokapitalimport der Entwicklungsländer *)

Mrd US-\$; Jahresdurchschnitt

Position	1971–1979	1980–1989	1990–1999	2000–2001	Nachrichtlich:	
					1990–1997	1998–2001
Insgesamt	25,5	45,3	154,3	41,0	166,8	72,7
Aufgliederung nach Komponenten						
Staatliche Geber	9,8	26,1	30,1	21,5	28,4	29,3
Private Geber	15,7	19,2	124,2	19,5	138,4	43,4
Direktinvestitionen	4,1	11,7	90,1	164,4	72,8	161,8
Portfolioinvestitionen	0,4	5,4	48,4	– 17,2	56,9	– 1,3
Bankkredite und sonstiger Kapitalverkehr	11,2	2,1	– 14,3	– 127,8	8,8	– 117,1
Nachrichtlich:						
Zuflüsse von privaten Gebern in % des gesamten Nettokapitalimports	61,7	42,4	80,5	47,5	83,0	59,7
Direktinvestitionen in % der gesamten Zuflüsse von privaten Gebern	26,3	61,0	72,5	845,2	52,6	372,8
Aufgliederung nach Empfängerregionen						
Lateinamerika	14,8	17,1	57,7	49,1	54,8	59,1
Ostasiatische Krisenländer 1)	5,6	8,7	27,4	– 12,4	38,1	– 13,9
Sonstige asiatische Länder 2)	3,7	11,1	17,9	15,8	21,5	9,6
Europa und FSU			18,2	3,4	16,2	14,8
Afrika und Naher Osten 3)	1,4	8,4	33,2	– 14,9	36,1	3,3
Gegenposten in der Zahlungsbilanz						
Saldo der Leistungsbilanz	– 4,1	– 26,8	– 65,8	108,9	– 79,8	49,5
Veränderung der Währungsreserven (Zunahme: –)	– 16,1	– 10,4	– 68,1	– 124,3	– 68,8	– 94,9
Restposten	– 5,3	– 8,2	– 20,4	– 25,6	– 18,1	– 27,4

Quelle: IWF. — * Einschl. Schwellen- und Transformationsländer sowie Israel, Korea, Singapur und Taiwan. — 1 Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen und Thailand. —

2 Ohne Naher Osten und Nachfolgestaaten der früheren Sowjetunion (FSU). — 3 Einschl. Türkei, Israel und Malta.

drein mit anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten konfrontiert bleibt. Eine Währungsabwertung kann hier zumindest eine entscheidende Hilfe sein, um über eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit die erforderliche Schuldendienstkapazität so schnell wie möglich wiederzugewinnen. Umfangreiche internationale Kapitalströme verlangen deshalb – als Preis für den Vorteil, sich bei solider Wirtschaftspolitik größere Wachstumsmöglichkeiten zu erschließen – im Grundsatz ein hohes Maß an Wechselkursbeweglichkeit der betreffenden Währungen. Ein Regime flexibler Kurse entzieht dann zugleich solchen Kapitaltransaktionen weitgehend den Boden, die nur so lange lohnend erscheinen, wie auf eine Absicherung des Wechselkursrisikos scheinbar verzichtet werden kann.

Keine Alternative zum Floating der Schlüsselwährungen

Übergang zu frei schwankenden Wechselkursen als Folge wirtschaftlicher Divergenzen

Binnenwirtschaftliche Ziele dominieren

Das gegenwärtige internationale Währungssystem ist durch eine überragende Rolle von US-Dollar, Euro und Yen gekennzeichnet. Nach der jüngsten, von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) koordinierten Stichprobe über die weltweiten Devisenmarktumsätze (einschließlich Termin- und Swapgeschäfte) entfielen auf diese drei Währungen drei Viertel aller doppelt erfassten Transaktionen (jede beteiligte Währung ging zweifach in die Rechnung ein, nämlich zum einen als Berichtswährung und zum anderen

als Partnerwährung aller anderen Berichtswährungen). Im Einzelnen beliefen sich die Anteile von US-Dollar, Euro und Yen auf 90 %, 38 % beziehungsweise 23 % (während die zahlreichen übrigen erfassten Währungen die restlichen 49 % auf sich vereinigten).¹⁾ Das zwischen den drei Schlüsselwährungen bestehende System frei schwankender Wechselkurse ist das Ergebnis des durch wirtschaftliche Divergenzen und dadurch verstärkte Kapitalbewegungen ausgelösten Zusammenbruchs der Festkursordnung von Bretton Woods. Der damals entscheidende Schritt zu einem neuen Weltwährungssystem erfolgte im März 1973, als die Bundesrepublik unter dem Druck überaus hoher Dollarzuflüsse als eines der letzten größeren Industrieländer den Ankauf von US-Währung am Devisenmarkt einstellte und dann zusammen mit anderen europäischen Ländern zum gemeinsamen Floating überging. Die anschließende Entwicklung hat gezeigt, dass die maßgeblichen Industrieländer nicht bereit sind und wohl auch nicht in der Lage wären, ihre Geldpolitik – geschweige ihre gesamte Wirtschaftspolitik – in den Dienst eines neuen weltweiten Systems fester Wechselkurse zu stellen. Vielmehr stehen überall die binnenwirtschaftlichen Ziele im Vordergrund der Politik. Die Europäische Zentralbank (EZB) ist durch den EG-Vertrag (in Fortsetzung der Tradition des Bundesbankgesetzes) sogar ausdrücklich verpflichtet, ihre Geldpolitik vorrangig darauf auszurichten, die Binnenkaufkraft des Euro zu sichern. Der Spielraum für eine aktive Wechselkurspolitik des Euro

¹ Vgl.: BIZ, Triennial Central Bank Survey – Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001, March 2002, S. 9.

Raums ist somit von vornherein erheblich eingeschränkt.

*Großes
Gewicht der
Binnenwirt-
schaft macht
Wechselkurs-
schwankungen
leichter tragbar*

Eine gemeinsame Grundlage für das Floating der Schlüsselwährungen ist die Tatsache, dass der jeweilige Währungsraum eine große und damit im Hinblick auf die Erstellung des Sozialprodukts relativ eigenständige Wirtschaftseinheit darstellt. Für den Euro-Raum liegt der entsprechende Offenheitsgrad – gemessen als Durchschnitt der Ausfuhr und Einfuhr von Gütern und Dienstleistungen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt – mit derzeit 19 % bereits erheblich unter dem Vergleichswert für Deutschland im Jahr vor Beginn der Währungsunion (28 %). Noch wesentlich stärker verminderte sich der Offenheitsgrad für kleinere Länder des Euro-Raums wie beispielsweise die Niederlande und Belgien, deren Waren- und Dienstleistungsverkehr mit fremden Währungsgebieten früher eine sehr große Bedeutung in Relation zur gesamten Wirtschaftsleistung hatte (50 % beziehungsweise 73 %). Für die Vereinigten Staaten und Japan belaufen sich die diesbezüglichen Vergleichswerte sogar auf lediglich 12 % beziehungsweise 10 %. Die mit dem Floating verbundenen Bewegungen des Wechselkurses werfen daher in den drei größten Währungsräumen der Welt wegen der überragenden Bedeutung der jeweiligen Binnenwirtschaft zumindest keine übermäßigen Probleme auf.

Fehlentwicklungen der Wechselkurse nicht selten

Wie Kritiker des Floating erwartet hatten, neigen marktbestimmte Kurse zu starken kurz-

fristigen Ausschlägen. Allerdings haben sich gelegentlich geäußerte Befürchtungen, die Volatilität des Euro werde im Vergleich zur D-Mark wegen der geringeren Offenheit des Euro-Raums und einer deshalb unterstellten starken Vernachlässigung des Wechselkurses deutlich zunehmen, nicht bestätigt. Im Übrigen liegen die kurzfristigen Wechselkurschwankungen der wichtigsten Währungen im Vergleich mit anderen Finanzmarktvariablen wie Rentenrenditen und Aktienkursen eher am unteren Rand des Spektrums. Zudem helfen die gut entwickelten Märkte für Absicherungsinstrumente, diese Art Volatilität zu bewältigen.

Größere Wechselkursverschiebungen binnen kurzer Zeit können demgegenüber selbst für die Schlüsselwährungsländer einschneidende Folgen haben. Es gibt jedoch keinen allgemein akzeptierten Maßstab, wie unter den Bedingungen des Floating die sich am Markt bildenden Wechselkurse in ökonomischer Hinsicht zu beurteilen sind. Wesentliche Abweichungen des Wechselkurses von seiner Kaufkraftparität darf man nicht unbedingt als eine Fehlentwicklung („misalignment“) ansehen. Weiter oben wurde bereits dargelegt, dass Reaktionen des Wechselkurses auf Zu- und Abflüsse von Kapital eine nützliche Funktion erfüllen und daher bei der Einschätzung des jeweiligen Wechselkursniveaus mit ins Bild gehören. Die Akteure an den Finanzmärkten verhalten sich aber nicht selten gleichgerichtet mit dem Ergebnis, einmal in Gang gekommene Kapital- und Wechselkursbewegungen noch zu verschärfen. Beispiele hierfür waren die extreme Aufwertung des US-Dollar gegen Mitte der achtziger Jahre

*Kurzfristige
Wechselkurs-
ausschläge
ökonomisch
beherrschbar*

*„Misalign-
ments“ nicht
auszuschließen*

und die übermäßige Stärke des Yen von Anfang 1995. In beiden Fällen kam es auch durch internationale währungspolitische Mithilfe letztlich zu der erforderlichen Umkehr. Schwieriger ist hingegen die aktuelle Dollarbewertung zu beurteilen. Der hohe Nettokapitalimport der Vereinigten Staaten – der die dortige Schwäche der Ersparnisbildung ausgleicht, somit die Investitionen, den Konsum und das Wirtschaftswachstum alimentiert und folglich ein entsprechend hohes Leistungsbilanzdefizit ermöglicht – könnte rasch zurückgehen, falls ausländische Kreditgeber und Investoren die künftigen Wirtschaftsaussichten der USA weniger günstig einschätzen als bisher. Der US-Dollar würde dann weiter an Wert verlieren. Insofern erscheint die gegenwärtige Wechselkurskonstellation mit früheren Erfahrungen teilweise vergleichbar. Anhaltspunkte dafür, dass der US-Dollar von einem vertretbaren Wechselkursniveau deutlich nach oben abweicht, liefert auch der in den USA im Zusammenhang mit der jüngsten Konjunkturschwäche wieder stärker gewordene Protektionismus.

Sand ins Getriebe der Finanzmärkte streuen?

*Wiederbelebte
Vorschläge zur
Besteuerung
aller Devisen-
marktumsätze*

Wenngleich die Freiheit des Kapitalverkehrs zwischen den Industrieländern heute von keiner maßgeblichen Stelle in Frage gestellt wird, so gibt es doch die weit verbreitete Vorstellung, zumindest der kurzfristige Kapitalverkehr und die mit solchen Transaktionen verbundenen Wechselkurseffekte ließen sich durch die weltweite Einführung einer relativ geringen Besteuerung aller Devisenmarktumsätze stark eindämmen, wobei das Steuerauf-

Volatilität der Wechselkurse *)

Position	Januar 1980 – Dezember 1989	Januar 1990 – Dezember 1998	Januar 1999 – April 2002
Bilaterale Wechselkurse			
US-Dollar je D-Mark bzw. Euro	7,2	6,6	6,9
Yen je D-Mark bzw. Euro	4,8	6,8	8,9
Yen je US-Dollar	6,2	6,8	6,8
Gewogene Wechselkurse			
D-Mark	2,5	2,6	–
Euro	–	–	4,8
US-Dollar	5,2	4,8	4,0
Yen	4,5	4,0	4,2
Nachrichtlich: Renditevolatilität 1)			
D-Mark	2) 6,4	6,4	8,3
Euro	–	–	9,2
US-Dollar	9,9	8,7	11,1
Yen	3) 13,3	13,7	23,4
Aktienkursvolatilität			
Dax	9,8	11,0	14,9
Euro Stoxx	–	–	13,2
Dow Jones	9,8	8,0	11,8
Nikkei	4) 9,0	14,2	14,9

* Die Volatilität entspricht der kalendermonatlichen Standardabweichung der Veränderungsrate zum Vortag, multipliziert mit dem Faktor 1000. — 1 Volatilität der Umlaufrenditen öffentlicher Anleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren. — 2 Juni 1987 bis Dezember 1989. — 3 November 1987 bis Dezember 1989. — 4 April 1986 bis Dezember 1989.

Deutsche Bundesbank

kommen der Entwicklungshilfe zugeführt werden soll. Hiermit würde nach Ansicht der Protagonisten durch marktkonforme Maßnahmen lediglich etwas „Sand ins Getriebe der Finanzmärkte“ gestreut, und zwar allein zu Lasten vermeintlich „überflüssiger“ und „schädlicher“ Kapitalbewegungen. Diese Idee, die auf einen Vorschlag des Nobelpreisträgers James Tobin aus den siebziger Jahren zurückgeht, basiert auf der Erwartung, dass Außenhandelsgeschäfte sowie längerfristige Finanztransaktionen von einer leichten Steigerung der Transaktionskosten kaum berührt würden, während kurzfristige Kapitalbewegungen – die nicht zuletzt ein „Durchhandeln“ von Positionen im Interbankgeschäft umfassen – sich spürbar verteuerten und damit in vielen Fällen uninteressant wären.

Diskriminierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs würde keine Dämpfung des Wechselkursgeschehens gewährleisten

Derartige Konzepte können jedoch bei eingehender Betrachtung nicht überzeugen. Zwar sollten bei der weiteren Liberalisierung des Kapitalverkehrs der Entwicklungsländer sehr wohl Prioritäten gesetzt werden – mit Direktinvestitionen und anderen langfristigen Transaktionen auf den vordersten Plätzen. Zu der zwischen den Industrieländern bereits weit fortgeschrittenen Finanzmarktintegration gehört jedoch, dass kurzfristige Kapitaltransaktionen auf internationaler Ebene letztlich die gleiche Rolle spielen können, die ihnen innerhalb eines Landes oder Währungsraums zukommt. Mit einer „Tobin-Steuer“ würden hingegen kurzfristige internationale Finanzgeschäfte sowohl gegenüber langfristigen internationalen Transaktionen als auch gegenüber kurzfristigen Binnenmarktgeschäften auf Dauer diskriminiert. Außerdem ist zu bedenken, dass eine Unterdrückung kurzfristi-

ger Kapitalbewegungen die Liquidität an den Devisenmärkten verknappt und dass die Wechselkursschwankungen dadurch unter Umständen eher größer als kleiner werden können. Nach aller Erfahrung mit sonstigen Eingriffen in den Kapitalverkehr müsste ferner mit zunehmenden Umgehungsmöglichkeiten und entsprechenden Wettbewerbsverzerrungen gerechnet werden. Dies umso mehr, als die weltweite Einführung eines solchen Instruments nicht erreichbar erscheint. Gegen die vorgeschlagene Besteuerung aller Devisenmarktumsätze spricht auch, dass kurzfristige Kapitalbewegungen häufig gar keine wesentliche Rolle für problematische Wechselkursentwicklungen spielen. Ein aktuelles Beispiel hierfür ist der für die Stärke des US-Dollar verantwortliche Kapitalstrom nach den Vereinigten Staaten, der in den letzten Jahren hauptsächlich aus Direktinvestitionen sowie Käufen von Aktien, Unternehmensanleihen und Pfandbriefen bestand. Eine nur geringfügige steuerliche Belastung der Devisenmarktumsätze hätte somit den Kapitalimport der USA und die entsprechende Dollarstärke wohl kaum gedämpft. Ebenso wäre eine „Tobin-Steuer“ selbst für die überaus krisenträchtige Verschuldung von Schwellenländern in Form kurzfristiger Fremdwährungsverbindlichkeiten kein wesentliches Hindernis gewesen (noch viel weniger für die immer bedeutender gewordene Emission längerfristiger Anleihen), weil Kreditnehmer wie Kreditgeber erheblich stärker ins Gewicht fallende Anreize für ihr häufiges Fehlverhalten hatten. Trotz all dieser Einwände gehören insbesondere staatliche und private Förderer der Entwicklungshilfe bei ihrer verständlichen Suche nach neuen Geld-

quellen zu den unermüdlichen Befürwortern einer „Tobin-Steuer“. Sie sollten solche unrealistischen Vorstellungen aufgeben, um sich mit ihrem berechtigten Anliegen einer Erhöhung der Entwicklungshilfe nicht in eine Sackgasse zu begeben.

Zielzonen wären unglaublich

*Schaffung der
EWU belebte
Diskussion über
Zielzonen*

In Zusammenhang mit dem Beginn der Europäischen Währungsunion (EWU) erhielten auch Vorschläge für eine engere währungspolitische Kooperation der Schlüsselwährungsländer neuen Auftrieb. Manche Akteure oder Beobachter sahen in der Vergemeinschaftung der Geld- und Währungspolitik der EWU-Länder eine Chance, dass nun im Interesse größerer globaler Wechselkursstabilität die Zusammenarbeit der maßgeblichen Länder effizienter gestaltet werden könnte. Dahinter stand nicht zuletzt die Sorge, der geringer werdende realwirtschaftliche Öffnungsgrad in Europa könnte sich letztlich in weiter zunehmenden Wechselkursschwankungen niederschlagen (was sich nicht bewahrheitet hat). Verstärkte Währungs Kooperation wurde überdies mit Blick auf jene Drittländer angemahnt, die eine Politik fester Wechselkurse gegenüber einer der Schlüsselwährungen verfolgen. Die auf Stabilisierung der Wechselkurse zwischen den Hauptwährungen zielenden Vorschläge reichen von eher lockeren Formen der geld- und währungspolitischen Kooperation über die Vereinbarung von Zielzonen bis hin zu einer globalen Währungsunion. Hierbei werden Zielzonen von ihren Befürwortern als eine Art Patentrezept angesehen, um einerseits Wechselkursschwankungen zu begrenzen, aber anderer-

seits der Geld- und Wirtschaftspolitik der beteiligten Länder gleichwohl einen gewissen Spielraum zu belassen. Zur Verteidigung des Wechselkurses bei Annäherung an die festzulegenden Ober- und Untergrenzen hätten Devisenmarktinterventionen neben geld- und wirtschaftspolitischen Anpassungsmaßnahmen eine wesentliche Rolle zu spielen. In dieser Hinsicht wird häufig auf die Vorteile gemeinsamer Interventionen der Behörden beider Partner hingewiesen, denn abgestimmte Aktionen demonstrieren nicht nur Einvernehmen, sondern vergrößern auch den Handlungsspielraum. Interventionen eines Schwachwährungslandes werden durch den Umfang der Währungsreserven und der bestehenden Kreditfazilitäten limitiert. Hingegen wären den Aufkäufen einer zur Schwäche neigenden Währung durch den jeweiligen Partner (der dafür seine eigene Währung hergibt) nach Ansicht mancher Protagonisten im Prinzip sogar keine Grenzen gesetzt.

Zielzonenkonzepte werfen jedoch erhebliche praktische Probleme auf. Insbesondere wäre schon die Bestimmung relativ eng eingegrenzter Gleichgewichtskurse unter der Bedingung offener Finanzmärkte sehr schwierig. Dabei bestünde nicht zuletzt das Problem, dass gerade die großen und somit weitgehend eigenständigen Wirtschaftsräume über längere Zeiträume hinweg kaum einen hohen Grad an ökonomischer Konvergenz aufweisen. Einmal festgelegte Wechselkurszielzonen müssten deshalb ständig adjustiert werden, um nicht mit divergierenden wirtschaftlichen und strukturellen Entwicklungen in Konflikt zu geraten.

*Festlegung von
Wechselkurs-
zielen wäre in
der Praxis sehr
schwierig*

*Störende
Liquiditäts-
effekte von
Devisen-
ankäufen*

Außerdem sind erhebliche Vorbehalte gegenüber der Auffassung anzubringen, ein Starkwährungsland könne bei Devisenmarktspannungen praktisch unbegrenzt – das heißt, ohne selbst Schaden zu nehmen – die unter Abwärtsdruck stehende Partnerwährung aufkaufen. Abgesehen davon, dass Interventionen nichts an den fundamentalen Ursachen solcher Spannungen ändern und daher – soweit sie nicht nur gewissen Übertreibungen die Spitze nehmen wollen – grundsätzlich abzulehnen sind, dürfen auch die mit Devisenankäufen verbundenen Probleme für die Geldpolitik nicht unterschätzt werden. Die Befürworter von Zielzonen weisen darauf hin, dass ein interventionsbedingter Anstieg der Liquiditätsreserven des Bankensystems durch Feinsteuermassnahmen absorbiert werden kann. In vielen Fällen ergeben sich in dieser Hinsicht tatsächlich keine gravierenden Probleme. Auch die Bundesbank war in früheren Währungskrisen meistens in der Lage, die expansiven Auswirkungen von Devisenankäufen auf die Zentralbankguthaben der Banken weitgehend zu neutralisieren. In einer Reihe von Währungskrisen hatte sich allerdings gezeigt, dass die eigene Geldpolitik durch Devisenankäufe gleichwohl beeinträchtigt werden kann, sofern das Auslandsgeld heimischen Nichtbanken zufließt, dann aber nicht im gleichen Umfang für eine Rückführung der inländischen Kreditaufnahme genutzt wird und somit eine entsprechende Zunahme der Geldmenge mit sich bringt. Solche expansiven Effekte lassen sich, falls keine Umkehr des Geschehens am Devisenmarkt erfolgt, nur durch ein Anziehen der geldpolitischen Zügel unter Kontrolle bringen, was jedoch bestehende Devisenmarktspannungen

weiter verschärfen könnte und folglich kontraproduktiv wäre.

All dies zusammen genommen bedeutet, dass Zielzonen für die wichtigsten Währungen der Welt keine Alternative zu frei beweglichen Wechselkursen sein können, solange eine befriedigende Angleichung der wirtschaftlichen Entwicklungen und der wirtschaftspolitischen Präferenzen nicht in Sicht ist. Um einen befriedigenden Grad an Wechselkursstabilität zu erreichen, kommt es vielmehr darauf an, die möglichen Ursachen übertriebener Wechselkursentwicklungen möglichst frühzeitig zu erkennen und den Akteuren an den Märkten die mit ihrem Verhalten verbundenen Risiken zu verdeutlichen. Internationale währungspolitische Kooperation bedeutet unter diesen Umständen vor allem, dass die beteiligten Länder auf der Grundlage gemeinsamer Analysen sich gegenseitig in dem Bemühen bestärken und überwachen, das jeweils „eigene Haus“ in Ordnung zu halten oder in Ordnung zu bringen. International abgestimmte Devisenmarktinterventionen können dabei in Einzelfällen ein hilfreiches Signal sein, um erforderlichenfalls den Märkten die Intentionen der Politik zu verdeutlichen und somit zu helfen, das Kursgeschehen in die gewünschten Bahnen zu lenken. Wichtiger wäre es allerdings, die wechselkurspolitischen Absichten durch entsprechende Adjustierung der Geldpolitik zu unterstützen. Insofern würde mehr Wechselkursstabilität durch größere Volatilität der Zinssätze erkaufte. Dieser Zusammenhang zeigt zugleich die engen Grenzen einer vertretbaren Interventionspolitik für Währungsräume, in denen der Wechselkurs wegen einer geringen realwirtschaft-

*Interventionen
können in
Einzelfällen
nützliche
Signal-
wirkungen
haben*

lichen Offenheit nur nachrangige Bedeutung hat. Nicht zuletzt den Schwellenländern, die auf die Inanspruchnahme der internationalen Finanzmärkte angewiesen sind, wäre kaum gedient, wenn sie aus Wechselkursgründen mit größerer Volatilität der Zinssätze konfrontiert würden.

Wechselkurspolitik der Schwellenländer zunehmend polarisiert in Richtung der „Ecklösungen“

*Vordringen
flexibler
Wechselkurse*

Die in den Schwellenländern anzutreffenden Wechselkurssysteme lassen sich grob betrachtet nach drei Kategorien klassifizieren. Den Gegensatz zu flexiblen Wechselkursen bilden „harte“ Wechselkursfixierungen oder vergleichbare Lösungen, womit Currency-Board-Regelungen oder gar die Übernahme einer fremden Währung gemeint sind. Zwischen diesen „Ecklösungen“ besteht als dritte Variante eine Vielzahl „weicher“ Wechselkursregelungen, die in relativ unkomplizierter Weise eine Anpassung fixierter Kurse ermöglichen. Seit Beginn der jüngsten Welle internationaler Verschuldungskrisen in der Mitte der neunziger Jahre hat sich gezeigt, dass die meisten hiervon erfassten Länder vorher weiche Wechselkursbindungen unterhielten, dann aber unter dem Druck ihrer Zahlungsbilanzprobleme ganz überwiegend zu flexiblen Wechselkursen übergingen. Als Folge dieser Entwicklung dominieren heute unter den Schwellenländern frei bewegliche Kurse, während zu Anfang des letzten Jahrzehnts weiche Wechselkursfixierungen vorherrschten. Zugleich hat unter den betrachteten Schwellenländern auch die Anzahl harter

Wechselkursfixierungen leicht zugenommen. Diese Tendenzen entsprechen der in den letzten Jahren zunehmend vertretenen Ansicht, dass Länder, die bereits in hohem Maße am internationalen Kapitalverkehr teilnehmen oder dies beabsichtigen, im Interesse der Krisenprävention entweder ein flexibles Wechselkursregime oder aber die gegenteilige Lösung einer extrem harten Festkursregelung wählen sollten.

Weiche Wechselkursfixierungen, wie die traditionelle Bekanntgabe einer Parität, die Anbindung an einen Währungskorb oder die Fixierung eines Leitkurses mit im Voraus angekündigten Leitkursanpassungen, haben im Zeichen zunehmender Kapitalströme in der Tat unvermeidbare Schwächen. In der Regel taugen sie nur als „Schönwettersysteme“. Befindet sich das betreffende Land in einer befriedigend erscheinenden Wirtschaftslage und ist weder internes noch externes Störpotenzial erkennbar, so stellen die Märkte solche Wechselkursregelungen nicht in Frage. Eine vertretbar erscheinende Wirtschaftspolitik kann weichen Wechselkursbindungen sogar zu großer Glaubwürdigkeit verhelfen. In derartigen Fällen steigt jedoch das Risiko, dass Wechselkursfixierungen geradezu zum Katalysator für die Entstehung eines Krisenpotenzials werden. Beispielsweise können eine relativ expansive Wirtschaftspolitik oder strukturpolitische Versäumnisse erhebliche Leistungsbilanzbelastungen nach sich ziehen. Zeigt sich dies nicht auch in einem nachgebenden Wechselkurs, können die auf längere Frist unvermeidbaren wirtschaftspolitischen Korrekturen leichter verschleppt werden. Ein fester oder ungenügend adjustierter Wechsel-

*Weiche
Wechselkurs-
fixierungen
begünstigen die
Entstehung von
Krisenpotenzial*

Häufigkeit der verschiedenen Wechselkurssysteme in Schwellenländern *)

Wechselkurssystem 1)	Anzahl der Länder			in %		
	Dezember 1990	Dezember 1995	Mai 2002	Dezember 1990	Dezember 1995	Mai 2002
„Harte“ Wechselkursfixierung	2	5	6	5	12	15
Verwendung einer fremden Währung als gesetzliches Zahlungsmittel	1	1	2	2	2	5
Currency Board	1	4	4	2	10	10
„Weiche“ Wechselkursfixierung	26	23	11	63	56	27
Feste, aber anpassbare Wechselkurse gegenüber einer Leitwährung	7	7	7	17	17	17
Stufenweise Kursanpassungen gegenüber einer Leitwährung	4	4	1	10	10	2
Bindung an einen Währungskorb und sonstige Regelungen	15	12	3	37	29	7
Flexible Wechselkurse	13	13	24	32	32	59
Kontrolliertes Floating	7	6	14	17	15	34
Unabhängiges Floating	6	7	10	15	17	24
Länder insgesamt	41	41	41	100	100	100

Quelle: IWF. — * Erfasst wurden Länder, die Mitte der neunziger Jahre Zugang zu den internationalen Finanzmärkten hatten (und zwar nach Maßgabe der Berücksichtigung im Emerging-Market-Bond-Index-Plus von JP Morgan oder im MSCI-Index für Emerging Market Economies von Morgan Stanley Capital International). Im Einzelnen handelt es sich um folgende Länder: Ägypten, Argentinien, Brasilien, Bulgarien, Chile, China, Ecuador, Estland, Hong-

kong, Indien, Indonesien, Israel, Jordanien, Kolumbien, Korea, Lettland, Litauen, Malaysia, Malta, Marokko, Mexiko, Nigeria, Pakistan, Panama, Peru, Philippinen, Polen, Rumänien, Russland, Saudi Arabien, Singapur, Slowakei, Slowenien, Südafrika, Taiwan, Thailand, Tschechien, Türkei, Ungarn, Venezuela und Zypern. — 1 Die Klassifizierung der einzelnen Länder nach der Form des gewählten Wechselkurssystems folgt der Zuordnung durch den IWF.

Deutsche Bundesbank

kurs kann außerdem dazu beitragen, Auslandskapital zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten mühelos anzuziehen, weil den üblichen internationalen Zinsvorteilen scheinbar kein entsprechendes Wechselkursrisiko gegenübersteht (der russischen Verschuldungskrise von 1998 gingen beispielsweise auch erhebliche Anlagen ausländischer Investmentfonds in staatlichen Rubel-Schuldverschreibungen voraus). Besonders problematisch wird eine derartige Entwicklung, falls Finanzinstitute der Schwellenländer den Hauptkanal des Kapitalimports bilden und sich dabei in fremden Währungen verschulden. Wechselkursfixierungen können in solchen Fällen sowohl von den Finanzinstituten selbst als auch von den ausländischen Geldgebern (bei denen es sich vornehmlich ebenfalls um Banken oder andere Finanzinstitute

handeln wird) als eine Art Bestandsgarantie für den Kapitalimporteur aufgefasst werden, da Währungsabwertungen mit den dann schlagartig hochschnellenden Rückzahlungsverpflichtungen zwangsläufig eine Erschütterung des Finanzsystems und des gesamten Wirtschaftskreislaufs im Schuldnerland zur Folge hätten. In fast allen jüngeren Verschuldungskrisen spielten derartige Zusammenhänge eine entscheidende Rolle. Wie zahlreiche Beispiele gelehrt haben, lassen sich feste Wechselkurse jedoch nicht über längere Zeit erfolgreich verteidigen, wenn die ausländischen Kreditgeber – aus welchen Gründen auch immer – das Vertrauen gegenüber der Wirtschaftspolitik des Schuldnerlandes verloren haben. Drastische Wechselkursänderungen erweisen sich dann zunächst einmal als mächtiger Krisenverstärker, während von An-

fang an bestehende Wechselkursflexibilität der Krisenprävention zugute gekommen wäre.

Harte Wechselkursfixierungen können in Ausnahmefällen weiterhin angemessen sein

Eine Politik fester Wechselkurse stellt somit bei zunehmenden internationalen Kapitalströmen besondere Ansprüche an die Solidität und Anpassungsfähigkeit der Wirtschaftspolitik, um befriedigend funktionieren zu können. Hierzu gehört im Licht der jüngsten Erfahrungen nicht zuletzt eine strikte Beaufsichtigung der eigenen Finanzinstitute, damit unverantwortliche Währungsrisiken erst gar nicht eingegangen werden können. Dies in Rechnung gestellt, können feste Wechselkurse für kleine offene Volkswirtschaften mit wenig diversifizierter Produktions- und Exportstruktur, hoher Abhängigkeit des Außenhandels vom betreffenden Währungsraum sowie flexiblen Arbeitsmärkten weiterhin sehr sinnvoll sein. Dabei wäre es günstig, wenn das gewählte Festkurssystem durch besondere Mechanismen gehärtet würde. So können Regelungen wie Currency Boards, die im eigenen politischen System durch spezielle institutionelle Sicherungen verankert werden, es unter Umständen erleichtern, eventuell erforderliche Anpassungen der Wirtschaftspolitik umfassend und rasch durchzusetzen. Entscheidend sind hierbei die typischen Automatismen, die im Fall eines Devisenabflusses sofort die binnenwirtschaftliche Liquidität verknappten und damit auch einen wirtschaftspolitischen Handlungszwang schaffen, der den tiefer sitzenden Ursachen des Zahlungsbilanzdefizits entgegenwirkt. Wie die Erfahrungen Argentiniens mit dem zunächst aufgeweichten und im Dezember 2001 aufgegebenen Currency Board zeigen, können

Wunsch und Wirklichkeit jedoch selbst bei solchen Systemen weit auseinanderklaffen, während Länder wie die Niederlande und Österreich schon dank ihrer glaubwürdigen Politik in der Lage waren, ihre Währungen über einen langen Zeitraum gänzlich unangefochten an der D-Mark zu verankern. Festkursregelungen jedweder Art sollten jedenfalls bei fortgeschrittener Integration in das internationale Finanzsystem stets als Ausnahmen von der grundsätzlich anzuratenden Flexibilität verstanden werden. Über die wirtschaftspolitischen Konsequenzen solcher Ausnahmen müssen sich die Verantwortlichen im Klaren sein, und sie dürfen auch keine unrealistischen Vorstellungen über die tatsächliche Anpassungsfähigkeit des eigenen Landes haben, wobei Absenkungen der Nominallöhne zum Ausgleich von Rückschlägen in der Produktivitätsentwicklung den Kern des Problems ausmachen würden. Festkurssysteme, die nur scheinbar hart sind, stiften auf Dauer erst recht weitaus mehr Schaden als Nutzen.

Die gegenüber Festkursregelungen erhobenen Vorbehalte gelten noch stärker in denjenigen Fällen, in denen ein Land auf eine eigene Währungspolitik völlig verzichtet und stattdessen eine fremde Währung als gesetzliches Zahlungsmittel übernimmt. Hierfür gibt es vor allem Beispiele in Form einer Dollarisierung. Mitunter wird Schwelmländern der Verzicht auf eine eigene Währung allerdings nicht nur als Ausnahmelösung, sondern sogar als allgemein zweckmäßiges Konzept empfohlen, sofern auch ihre Auslandsverschuldung überwiegend in der betreffenden Fremdwährung denominiert ist. Der damit beabsichtigte Schutz vor der destabilisieren-

Übernahme einer Fremdwährung erfordert äußerst anspruchsvolle Voraussetzungen

den Wirkung einer abwertungsbedingten Erhöhung des Schuldendienstes und des Preisdrucks unterstellt jedoch, dass die jeweiligen Länder niemals in der Lage sein werden, ihre wirtschaftlichen Verhältnisse durchgreifend und nachhaltig zu sanieren, um sich später einmal vorwiegend in eigener Währung verschulden zu können. Eine derart pessimistische Haltung erscheint angesichts zahlreicher Länder mit überzeugenden Anpassungserfolgen nicht gerechtfertigt. Überdies werden die mit der Übernahme einer fremden Währung verbundenen Nachteile unterschätzt. Anders als in einer angemessen gestalteten Währungsunion könnten bei einem unilateralen Anschluss an ein anderes Währungsgebiet im Fall eines möglichen Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit weder die Freizügigkeit der Arbeitskräfte als Anpassungsventil gewährleistet noch ein Zugang zu finanziellen Transfers erwartet werden. Die eventuell notwendige Wiedereinführung einer eigenen Währung wäre freilich im Vergleich mit dem bloßen Wechsel von einem Wechselkursregime zu einem anderen mit unvergleichbar höheren volkswirtschaftlichen Kosten und Schwierigkeiten verbunden.

Vorteile der Flexibilität werden durch begrenzte Wechselkurssteuerung nicht in Frage gestellt

Die grundsätzliche Befürwortung flexibler Wechselkurse für Länder, die intensiv am internationalen Kapitalverkehr teilhaben oder teilhaben wollen, schließt eine begrenzte Steuerung des Wechselkurses durch währungspolitische Mittel („managed floating“) keineswegs aus. Tatsächlich lässt sich feststellen, dass zahlreiche Schwellenländer seit Übergang zur Flexibilität die Wechselkurse ihrer Währungen durch Devisenmarktinterventionen und Änderungen der Notenbank-

zinsen weiterhin zu beeinflussen suchen. Dem mag teilweise eine Furcht vor der mit Abwertungen verbundenen Erhöhung der Schuldendienstbelastungen und der Inflationsrisiken zu Grunde liegen (was in der Literatur als „fear of floating“ bekannt wurde). Ein vorsichtiges Verhalten in der Wechselkurspolitik ändert jedoch nichts an den prinzipiellen Vorteilen des jeweiligen Regimewechsels hin zu flexiblen Kursen. Entscheidend ist, dass die Währungspolitik veränderten Verhältnissen am Devisenmarkt in kritischen Situationen zügig nachgeben kann und dass sich alle Marktteilnehmer hierüber voll und ganz im Klaren sind. Auch ein kontrolliertes Regime flexibler Wechselkurse kann somit durchaus Krisen verhütende Wirkungen entfalten sowie bei der Krisenbewältigung helfen. Im Übrigen wird der Wechselkurs weniger im Fokus der Politik stehen, sobald es dem betreffenden Land gelingt, seine Fähigkeit zu nachhaltiger Stabilitätsorientierung der Wirtschaftspolitik zu demonstrieren. Die Geldpolitik kann hierbei eine wichtige Rolle spielen, indem sie glaubwürdige Ziele bei der Inflationsbekämpfung verfolgt. Bedeutende frühere Krisenländer wie Mexiko und Brasilien sind auf diesem Weg gut vorangekommen und ziehen inzwischen die Möglichkeit einer abermaligen Fixierung des Wechselkurses ihrer Währung nicht mehr in Betracht.

Zeitweise traf die internationale Diskussion über die Problematik weicher Wechselkursfixierungen auf eine zum Teil abwehrende Haltung, die von der Vorstellung geprägt war, es gebe eine Tendenz, praktisch allen Schwellenländern in der Wechselkurspolitik den Übergang zu „Ecklösungen“ zu empfehlen.

Feste, aber anpassbare Kurse in Ländern ohne umfangreichen Kapitalverkehr weiterhin praktikabel

Diese Sichtweise beruhte jedoch auf Missverständnissen. In Wirklichkeit ging und geht es bei der Frage nach der Überlebensfähigkeit weicher Wechselkursfixierungen nur um jene Schwellenländer, die im internationalen Kapitalverkehr bereits eine wesentliche Rolle spielen oder auf eine solche hinarbeiten. Wirtschaftlich weniger fortgeschrittene Schwellenländer und erst recht die große Gruppe sonstiger Entwicklungsländer schränken hingegen ihren Kapitalverkehr weiterhin durch administrative Maßnahmen ein. Die meisten dieser Länder sind auch noch nicht oder nur sehr begrenzt in der Lage, sich an den internationalen Märkten zu verschulden. Unter diesen Umständen können klassische Systeme fester, aber anpassbarer Wechselkurse durchaus befriedigend funktionieren und damit gute Dienste leisten, beispielsweise auch als Instrument zur Disziplinierung der eigenen Geld- und Finanzpolitik. Im Interesse der Krisenprävention wäre es jedoch wichtig, bei fortschreitender Integration in die Weltwirtschaft nicht den angemessenen Zeitpunkt für einen Regimewechsel zu verpassen.

Regionale Währungs Kooperation als Kompromiss zwischen Floating und Fixing

*Übergang
zum Floating
förderte inner-
europäische
Währungs-
kooperation*

Die untereinander schon immer eng verflochtenen Länder Westeuropas haben den Untergang des Bretton-Woods-Systems von Anfang an mit einer Verstärkung der innereuropäischen Währungs Kooperation beantwortet, um ihren Handel mit den wichtigen Partnern der eigenen Region so weit wie möglich gegenüber den Nachteilen volatiler Wechsel-

kurse abzusichern. Auf das „Smithsonian Agreement“ vom Dezember 1971, das die im August des gleichen Jahres dem Höhepunkt zugetriebene Dollarkrise mit einer Neufestsetzung der Wechselkurse der G10-Währungen und einer Erweiterung der Bandbreiten für die neuen Dollarkurse (von $\pm 1\%$ auf $\pm 2\frac{1}{4}\%$) vorerst beendete, hatten die damaligen EG-Länder (Sechsergemeinschaft) im April 1972 mit einer Verengung der Schwankungsmargen für ihre „cross rates“ auf ebenfalls nur $2\frac{1}{4}\%$ reagiert.²⁾ Die EG-Währungen entwickelten sich dadurch zusammen mit einigen nachträglich assoziierten weiteren europäischen Währungen in einem gemeinsamen Rhythmus innerhalb der Bandbreiten für die Dollarkurse („Schlange im Tunnel“). Die damals gewählten bilateralen Bandbreiten wurden auch beibehalten, als es schließlich im März 1973 nach abermaligen Währungsunruhen zum gemeinsamen Floating europäischer Währungen kam (bei inzwischen etwas veränderter Mitgliedschaft im Währungsverbund). Von diesen ersten wesentlichen Schritten einer verstärkten innereuropäischen Währungs Kooperation bis zur Einmündung in die Europäische Währungsunion (EWU) im Jahr 1999 war es allerdings nicht nur ein weiter Weg, sondern es mussten dabei auch viele Rückschläge und Konflikte hingenommen werden, die selbst die Lebensfähigkeit einer breit basierten in-

²⁾ Die erweiterte Schwankungsmarge für die Dollarkurse von $\pm 2\frac{1}{4}\%$ bedeutete, dass die Wechselkurse zwischen Drittwährungen im Prinzip um $\pm 4\frac{1}{2}\%$ variieren konnten. Dies wäre der Fall gewesen, wenn die betreffenden Währungen gegenüber dem US-Dollar entgegengesetzte Extrempositionen einnehmen und dann im Zeitverlauf ihre Positionen vertauschen. Mit ihrem Beschluss vom April 1972 hatten die EG-Länder die maximale Volatilität ihrer bilateralen Wechselkurse auf das gleiche Maß begrenzt, das für die Verhältnisse am Dollarmarkt galt.

neroeuropäischen Währungs Kooperation wiederholt in Frage stellen. Ein schrittweise besseres Funktionieren der europäischen Währungszusammenarbeit stellte sich erst ein, als im Zeichen des im März 1979 in Kraft getretenen Europäischen Währungssystems (EWS) überall allmählich die Einsicht Platz zu greifen begann, dass ein dauerhaft höherer Grad an innereuropäischer Wechselkursstabilität nur im Wege einer nachhaltigen Konvergenz der Wirtschaftsentwicklung zu erreichen ist. Die dem EWS zu Grunde liegenden Vereinbarungen stellten in dieser Hinsicht klar, dass die angestrebte Konvergenz auf einen hohen Grad an binnenwirtschaftlicher Stabilität zielen muss, um erfolgreich zu sein. Dementsprechend wäre auch die Errichtung der EWU nicht möglich gewesen ohne die eindeutige Verpflichtung der EZB-Organen auf das Ziel der Preisstabilität. Die Währungsunion war im Übrigen Folge des politischen Willens einer umfassenden wirtschaftlichen Integration, die bereits 1958 mit der Schaffung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft in beispielloser Weise in Gang kam und bis 1992 zur Vollendung des Binnenmarkts führte. Darüber hinaus kann die EWU als entscheidende Etappe auf dem Weg zu einer Politischen Union gesehen werden.

EWU änderte noch nichts an der Vielfalt der Wechselkurs-systeme in Europa

Für die der EWU nicht oder noch nicht angehörenden europäischen Länder stellt eine Wechselkursfixierung gegenüber dem Euro als Währung des in Europa dominierenden Wirtschaftsraums eine natürliche Option dar, sofern die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Festkurspolitik gewährleistet erscheinen. Selbst unter den drei abseits stehenden Ländern der Europäischen Union (EU) ist je-

doch bislang nur Dänemark dem Festkurs-system des Europäischen Wechselkursmechanismus (WKM-2) beigetreten (mit einer auf $\pm 2\frac{1}{4}\%$ verengten Bandbreite). Erst recht ist die Schweiz als Nicht-EU-Mitglied und als internationale Kapitaldrehscheibe weit davon entfernt, die Flexibilität des Schweizer Franken aufzugeben. Ebenso blieb Norwegen als Energieexporteur bei einem frei schwankenden Wechselkurs seiner Währung. Darüber hinaus herrscht auch unter den 13 Beitrittskandidaten weiterhin eine Vielfalt an Wechselkurssystemen, die sich über die gesamte Palette der Möglichkeiten erstreckt. Dabei zeigt sich im Rahmen dieser regionalen Ländergruppe eine ähnliche Polarisierung zwischen frei schwankenden Kursen und harter Wechselkursfixierung wie im Fall aller in die Betrachtung einbezogenen Schwellenländer.

Da alle derzeitigen und künftigen EU-Länder die Perspektive haben, einmal EWU-Mitglied zu werden, können sie das Dilemma, vor dem sie zwangsweise bei der Entscheidung für ein Regime fester oder schwankender Wechselkurse stehen, letztlich befriedigend überwinden. Bis zu einem solchen Schritt sind jedoch zunächst von jedem einzelnen Land die vertraglichen Konvergenz erfordernisse zu erfüllen. Die entsprechenden Kriterien verlangen unter anderem eine mindestens zweijährige Mitgliedschaft im Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (WKM-2) als standardisierte Testphase, inwieweit den Bedingungen einer Währungsunion ohne größere Wechselkursspannungen standgehalten werden kann. Dabei unterstreicht die Standardbandbreite von $\pm 15\%$, die als Lehre aus den EWS-Krisen von 1992/93 schon für

Wechselkurs-politische Perspektiven der EU-Beitritts-länder

den damaligen Wechselkursmechanismus (WKM-1) eingeführt wurde, wie wichtig es ist, bei der als Voraussetzung für den EU-Beitritt zu vollendenden Kapitalverkehrsfreiheit die Märkte hinsichtlich der Wechselkursstabilität nicht in Sicherheit zu wiegen, sondern vielmehr ein beachtliches Maß an Wechselkursflexibilität zu gewährleisten. Die Vereinbarung engerer Bandbreiten oder gar die unilaterale Fortführung eines Currency Board kommen daher nur als Ausnahmen in Betracht, deren Berechtigung vorher eingehend zu prüfen wäre. EU-Beitrittskandidaten sollten auch nicht den Euro einseitig als eigenes Zahlungsmittel einführen („Euroisierung“), weil ein Überspringen der vertraglich vorgesehenen Schritte auf dem Weg zur vollen EWU-Mitgliedschaft sich unter Umständen als Belastung für den Euro auswirken könnte.

*Währungs-
kooperation
außereuropäi-
scher Regionen
erst in Asien
ansatzweise
in Gang
gekommen*

Das europäische Modell einer vollständigen monetären Integration wirtschaftlich eng verflochtener Länder, das auch eine Antwort auf den Untergang der Währungsordnung von Bretton Woods war, könnte anderen Regionen nur auf ganz lange Sicht als Beispiel dafür dienen, wie sich bei zunehmenden Kapitalströmen der Wunsch nach stabilen Austauschverhältnissen für einen großen Teil des Außenhandels mit der notwendigen Flexibilität des Wechselkurses verbinden lässt. Es ist nicht erkennbar, dass andere Ländergruppen in absehbarer Zeit bereit sein könnten, dem bislang einmaligen europäischen Beispiel zu folgen, nationale Souveränitätsrechte in wesentlichem Umfang auf gemeinsame Organe zu übertragen. Immerhin sind auch tragfähige Zwischenstufen vorstellbar, die im Licht der europäischen Erfahrung als eines

Gegenwärtige Wechselkurssysteme der EU-Beitrittskandidaten

Wechselkurssystem	Land
„Harte“ Wechselkursfixierung	
Currency Board mit Bindung an den Euro	Bulgarien Estland Litauen
„Weiche“ Wechselkursfixierung	
Bindung an den Euro mit großer Bandbreite ($\pm 15\%$)	Ungarn Zypern
Bindung an das SZR	Lettland
Bindung an sonstigen Währungskorb	Malta
Flexible Wechselkurse	
Kontrolliertes Floating mit dem Euro als Referenzwährung	Slowakei Slowenien Tschechien
Kontrolliertes Floating mit dem US-Dollar als Referenzwährung	Rumänien
Freies Floating	Polen Türkei

Deutsche Bundesbank

von vielen Stockungen und Rückschlägen gezeichneten Wegs so früh wie möglich angestrebt werden sollten. Hierbei käme es darauf an, zunächst einmal auf größere Übereinstimmung der Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsentwicklung in den betreffenden Regionen hinzuarbeiten und zu diesem Zweck auch geeignete Institutionen zu schaffen. In Lateinamerika könnte der „Gemeinsame Markt des Südens“ (Mercosur)³ nach Überwindung der Krise Argentiniens einen angemessenen Rahmen bilden. Die gleichzeitigen Anstrengungen, eine Nord- und Südamerika umfassende Freihandelszone zu schaffen, könnten die In-

³ Der Mercosur wurde 1990 mit dem Ziel gegründet, eine Zollunion zu errichten und die makroökonomische Politik zu koordinieren. Mitglieder sind Argentinien, Brasilien, Paraguay und Uruguay. Mit Bolivien und Chile wurde 1996 vereinbart, beide Länder durch Freihandelszonen mit dem Mercosur zu verbinden.

Swap-Vereinbarungen im Rahmen der Chiang-Mai-Initiative

Die regionale währungspolitische Zusammenarbeit in Ostasien erhielt als Folge der jüngsten Verschuldungskrisen ostasiatischer Länder neuen Auftrieb. Grundlage sind die bereits 1977 im Rahmen der Association of South-East Asian Nations (ASEAN) ¹⁾ von fünf Mitgliedstaaten (Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur und Thailand) beschlossenen multilateralen Swap-Vereinbarungen. Die hierfür zugesagten Devisenbeträge beliefen sich bei gleichen Anteilen zunächst auf insgesamt nur 100 Mio US-\$ und wurden 1978 auf 200 Mio US-\$ erhöht. Im Mai 2000 haben die ASEAN-Länder zusammen mit Japan, China und Südkorea („ASEAN+3“) am Rande der Jahrestagung der Asiatischen Entwicklungsbank in Chiang Mai (Thailand) vereinbart, die wirtschafts- und währungspolitische Zusammenarbeit in der Region weiter auszubauen. Zu diesem Zweck wurden zunächst alle ASEAN-Länder in das schon bestehende Swap-Netz einbezogen. Die bereitgestellten Mittel stiegen gleichzeitig auf 1 Mrd US-\$. Zudem wurden im Rahmen von „ASEAN+3“ weitere Swap-Vereinbarungen getroffen, die auf strikt bilateraler Basis Kreditlinien zwischen bislang 2 Mrd US-\$ und

7 Mrd US-\$ vorsehen, wenn zusätzlich zwei von Japan bereits im Oktober 1998 eingeräumte Sonderkreditlinien („neue Miyazawa-Initiative“) einbezogen werden. Die Zugangsbedingungen für die im Rahmen von „ASEAN+3“ (ohne Sonderkreditlinien) verfügbaren Finanzhilfen besagen, dass nur die ersten 10 % des maximalen Kreditrahmens unabhängig von einem IWF-Programm zur Verfügung gestellt werden dürfen. Die Swapkredite haben eine Laufzeit von 90 Tagen mit siebenmaliger Verlängerungsmöglichkeit. Die Verzinsung orientiert sich am Londoner Geldmarktsatz (LIBOR) zuzüglich eines Aufschlags von 150 Renditestellen (mit steigender Verzinsung für prolongierte Kredite). In vielen Fällen wurden die Verhandlungen über entsprechende Swap-Vereinbarungen allerdings noch nicht abgeschlossen oder noch gar nicht aufgenommen. Über die finanzielle Zusammenarbeit hinaus haben die an der Chiang-Mai-Initiative beteiligten Länder ihre Absicht bekundet, ihre Wirtschaftspolitik einem gemeinsamen Überwachungsverfahren zu unterwerfen und den Informationsaustausch über den Kapitalverkehr zu verbessern.

Bisher abgeschlossene Swap-Vereinbarungen im Rahmen von „ASEAN+3“

	Währung	Umfang in Mrd US-\$ ²⁾
Japan-Korea	US-\$/Won	7
Japan-Thailand	US-\$/Baht	3
Japan-Philippinen	US-\$/Peso	3
Japan-Malaysia	US-\$/Ringgit	3,5
Japan-China	Yen/Renminbi	3
China-Thailand	US-\$/Baht	2

¹⁾ Die ASEAN wurde bereits 1967 zur intraregionalen Förderung des Handels und der Investitionen gegründet. Gegenwärtig gehören dieser Organisation folgende zehn Mitglieder an: Brunei, Indonesien, Kambodscha, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippinen, Singapur, Thailand und Viet-

nam. — ²⁾ Einschl. der Sonderkreditlinien im Rahmen der so genannten „neuen Miyazawa-Initiative“ vom Oktober 1998 (benannt nach dem damaligen japanischen Finanzminister) in Höhe von 5 Mrd US-\$ zu Gunsten von Korea und in Höhe von 2,5 Mrd US-\$ zu Gunsten von Malaysia.

tegration im Rahmen des Mercosur eher fördern als behindern. In Südostasien bildet die Association of South-East Asian Nations (ASEAN) einen weiteren wirtschaftlichen Integrationsmechanismus, der sich allerdings aus einer Reihe sehr unterschiedlich fortgeschrittener Länder zusammensetzt. Im Jahr 2000 haben die ASEAN-Länder außerdem zusammen mit Japan, China und Südkorea unter der Bezeichnung „ASEAN+3“ mit dem weiteren Ausbau eines regionalen Systems kurzfristiger Finanzierungsfazilitäten begonnen, das der Stabilisierung der Wechselkurse zugute kommen soll. Inwieweit die im Vordergrund stehenden Finanzierungsvereinbarungen nützlich sein werden, bleibt abzuwarten. Auch auf Grund problematischer europäischer Erfahrungen ist jedenfalls darauf hinzuweisen, dass großzügige „Feuerwehrhilfen“ leicht dazu führen können, grundlegende Probleme zu verschleppen statt zu lösen.

Lockere Formen intraregionaler Wechselkurskooperation auch für außer-europäische Regionen langfristig geeignet

Als Nahziel sollten regionale Ländergruppen außerhalb Europas, die untereinander wirtschaftlich zusehends zusammenwachsen und sich zugleich in die Weltfinanzmärkte integrieren wollen, zunächst einmal ein Floating aller Partnerwährungen anstreben und die regionale Wirtschafts- und Währungs Kooperation dazu nutzen, hier eine gewisse Gleichförmigkeit der Kursschwankungen zu erreichen, soweit dies ökonomisch vertretbar erscheint. Ein solcher Prozess würde auch helfen zu klären, welche Länder für eine engere wechselkurspolitische Kooperation tatsächlich zueinander passen. Für erfolgreich zusammenarbeitende Länder könnte es dann

ein realistisches längerfristiges Ziel sein, frei schwankende Wechselkurse mit einem System intraregionaler Leitkurse zu kombinieren, wobei als Lehre aus der Entwicklung in Europa den intraregionalen Wechselkursen von Anfang an die Möglichkeit belassen werden sollte, nicht nur rasch adjustiert zu werden, sondern in kritischen Phasen auch weit auszuschlagen. In Europa wurde diese Art Währungs Kooperation dadurch erleichtert, dass die D-Mark angesichts glaubwürdiger Politik der Bundesbank einen Maßstab für die Preisstabilität setzte. Die europäischen Partnerländer hatten dadurch eine Orientierung für ihre Binnenwirtschaftspolitik, an die sie sich halten mussten, wenn sie einen hohen Grad an Wechselkursstabilität gewährleisten wollten. Der Ankerwährungsfunktion der D-Mark lag jedoch weder eine Gemeinschaftsentscheidung noch etwa ein formeller deutscher Anspruch zu Grunde. Der D-Mark ist die innereuropäische Leitwährungsrolle in dem Maße zugewachsen, wie die Partnerländer Deutschlands auch für sich selbst Preisstabilität als oberstes Ziel der Währungspolitik aus Überzeugung akzeptierten. Wenngleich es in anderen Regionen derzeit keine Währungen gibt, die eine vergleichbare Ankerwährungsfunktion überzeugend ausüben könnten, sollten die betreffenden Länder in diesem Mangel mit Blick auf die auch in Europa erst allmählich entstandene Schlüsselrolle der D-Mark keinen Grund sehen, bei der Schaffung der Voraussetzungen für eine regionale Wechselkurskooperation nachzulassen.