

VWL Diplom: Internationales Währungssystem

Definitionen

Wechselkurs Preisnotierung: Inlandswährung / Auslandswährung (Bsp. 1,84 DM/US\$).

Steigt der Wechselkurs, so handelt es sich um eine Abwertung; sinkt der Wechselkurs, so handelt es sich um eine Aufwertung.

Wechselkurs Mengennotierung: Auslandswährung / Inlandswährung (Bsp. 1,08 U\$/Euro).

Steigt der Wechselkurs, so handelt es sich um eine Aufwertung; sinkt der Wechselkurs, so handelt es sich um eine Abwertung.

Realer Wechselkurs: Vergleich der Entwicklung der Kaufkraft

$$e_{\text{real}} = e_{\text{nominal}} * P^* / P \quad (\text{bei Preisnotierung})$$

$$e_{\text{real}} = e_{\text{nominal}} * P / P^* \quad (\text{bei Mengennotierung}).$$

P = inländisches Preisniveau; P^* = ausländisches Preisniveau

Terms of Trade: Kehrwert Realer Wechselkurs: $TT = (P / P^*) * e_{\text{nominal}}$

Verhältnis der Export- zu den Importpreisen eines Landes.

Effektiver Wechselkurs: Faßt Wechselkurse mit allen Ländern nach deren Gewichtung im Handel zusammen. Gibt Information über Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes an.

Kaufkraftparitätentheorem: (langfristige) Wechselkurse entwickeln sich wie die Kaufkraft der beteiligten

Währungen: $w = P_i / P_a$ (bei Preisnotierung)

$w = P_a / P_i$ (bei Mengennotierung)

Höheres Preisniveau Inland führt zu Abwertung, niedrigeres Preisniveau Inland zu Aufwertung.

Zinsparitätentheorem: Wechselkurse entwickeln sich wie die Kapitalmarktzinssätze in den beteiligten

Ländern. Höheres reales Zinsniveau Inland führt zu Aufwertung, niedrigeres reales Zinsniveau zu Abwertung.

Swapsatz: Prozentuale Differenz zwischen Termin- und Kassakurs: $s = (e_t - e) / e$

Positiver Swapsatz (Termin- über Kassakurs) = Report

Negativer Swapsatz (Termin- unter Kassakurs) = Deport

Gedekte Zinsarbitrage: Swapsatz = Zinsunterschied zwischen Inland und Ausland:

detailliert: $(e_t - e) / e = i_{\text{inl}} - i_{\text{aus}} / (1 + i_{\text{aus}})$ (bei Preisnotierung)

vereinfacht: $(e_t - e) / e = i_{\text{inl}} - i_{\text{aus}}$ (bei Preisnotierung)

$(e_t - e) / e = i_{\text{aus}} - i_{\text{inl}}$ (bei Mengennotierung)

Nettozinsdifferenz: Nettozinsdifferenz = $i_{\text{aus}} - i_{\text{inl}} + s$ (bei Preisnotierung)

Nettozinsdifferenz positiv => Kapitalexport

Nettozinsdifferenz negativ => Kapitalimport

Reservewährung: Voraussetzungen

1. Stabile politische Verhältnisse
2. Stabile Geldpolitik
3. Volle Konvertibilität

Leitwährung: Voraussetzungen

1. Stabile politische Verhältnisse
2. Stabile Geldpolitik
3. Volle Konvertibilität
4. Große Volkswirtschaft => Handelswährung

Importquote: Anteil Importe am BIP (in D 1998 ca. 29%, in Euroland Anfang 1999 ca. 14%).

Exportquote: Anteil Exporte am BIP (in D 1998 ca. 27%, in Euroland Anfang 1999 ca. 13%).

Import-/Exportquoten: Beide Quoten können in sehr offenen Volkswirtschaften größer als 100% sein, da Importe und Exporte Umsatzgrößen sind und das Bruttoinlandsprodukt eine Wertschöpfungsgröße ist. Ein Beispiel: Wird ein Gut importiert und ohne Veränderungen wieder re-exportiert, dann wird der Wert dieses Gutes sowohl bei der Berechnung der Importe als auch der Exporte berücksichtigt. In das BIP geht es jedoch nicht ein, da es nicht zur heimischen Wertschöpfung beigetragen hat. So können Länder wie Hongkong oder Singapur mehr importieren bzw. exportieren als ihr BIP.

Zahlungsbilanz

Stellt die wertmäßige Erfassung der Güter- und Vermögenstransaktionen zwischen dem Inland und dem Ausland in einer bestimmten Periode dar. Im Gegensatz zu einer Unternehmensbilanz stellt sie Strom- und nicht Bestandsgrößen dar.

Sie teilt sich auf in:

- Leistungsbilanz: Diese ist wiederum aufgeteilt in
 - Handelsbilanz (Exporte/Importe von Waren)
 - Dienstleistungsbilanz (Exporte/Importe von Dienstleistungen, inkl. Zinserträge/-aufwendungen, Aktiendividenden)
 - Übertragungsbilanz (unentgeltliche Zahlungen an das/aus dem Ausland, Bsp. Beiträge zu internationalen Organisationen, zur EU, Überweisungen von Gastarbeitern)
- Kapitalbilanz (langfristiger und kurzfristiger Kapitalverkehr mit dem Ausland)
- Devisenbilanz (Veränderung Devisenposition Zentralbank)

Die Zahlungsbilanz ist *immer* ausgeglichen, ihre Unterbilanzen jedoch nicht.

Zahlungsbilanzbeschränkung:

ohne Devisenbilanz: $(EX - IM) + (K_{im} - K_{ex}) = 0$

mit Devisenbilanz: $(EX - IM) + (K_{im} - K_{ex}) = \text{Saldo Devisenbilanz}$

Offene Makroökonomie: $NX = S - I + (T - G)$

Nettoexporte $(EX - IM) = \text{Nationale Ersparnis } (S) - \text{Investitionen } (I) + \text{Haushaltsdefizit } (T - G)$

Zahlungsbilanzprobleme

Möglichkeiten:

- Wechselkurs ändern
- Wechselkurs beibehalten
 - Korrektur durch:
 - kontraktive Geldpolitik
 - Devisenbewirtschaftung
 - Handelspolitik
 - Finanzierung über:
 - Verkauf Währungsreserven
 - Kreditaufnahme in Devisen

Finanzierung ist sinnvoll bei vorübergehenden und reversiblen Zahlungsbilanzdefiziten, Korrektur ist dagegen bei anhaltenden Zahlungsbilanzdefiziten angebracht. Auch Kombinationen aus beidem sind möglich, um die Anpassung zeitlich zu strecken.

Bei freien Wechselkursen und freiem Kapitalverkehr ist der Zahlungsbilanzausgleich automatisch.

Wechselkurse

- Völlig feste (Currency Board, Währungsunion)
- Feste, aber anpassungsfähige (Bretton Woods)
- Stufenflexible (Bsp. *Crawling Peg*, d.h. vorher definierte stufenförmige Aufwertung bei einem aktiven *Crawling Peg* bzw. vorher definierte stufenförmige Abwertung bei einem passiven *Crawling Peg*)
- Flexible, aber durch Interventionen stark beeinflusste (*Dirty Floating*)
- Flexible, aber durch Interventionen geglättete (*Managed Floating*)
- Völlig flexible (*Clean Floating*)

Festlegung Interventionspunkte bei festen Wechselkursen

Leitwährungsstandard: Paritäten von n-1 Teilnehmerländern werden in Währung des n-ten-Landes fixiert. Schwankungsbreite der Währungen zur Leitwährungen ist die einfache Bandbreite. Schwankungsbreite der Währungen der anderen Teilnehmer untereinander ist die doppelte Bandbreite. Normal ist hier eine asymmetrische Interventionsverpflichtung (aller Länder jeweils zur Leitwährung, außer Leitwährungsland).

Paritätengitter: Paritäten in einem Gitter bilateral festgelegt. Schwankungsbreite aller Währungen zueinander in einfacher Bandbreite. Normal ist hier eine symmetrische Interventionsverpflichtung.

Korbwährungsstandard: Paritäten zu einer Korbwährung festgelegt (Bsp. SZR). Im Gegensatz zum Leitwährungsstandard und zum Paritätengitter erreicht hier immer nur eine Währung den Interventionspunkt; je stärker die Währung im Korb repräsentiert ist, desto eher. Bei der Korbparität ist normalerweise nur das Land zur Intervention verpflichtet, dessen Währung am stärksten vom Durchschnitt abweicht.

Intervention

Intervention am Devisenankaufspunkt (gegen Aufwertung) ist problemlos, da die Notenbank mit ihrem eigenen Geld bezahlen kann, aber Inflationsgefahr. Intervention am Devisenverkaufspunkt (gegen Abwertung) ist problematisch, da mit Devisen bezahlt werden muß. Lösungen:

1. System von Beistandskrediten: IWF im Bretton Woods-System.
2. Bei bilateralen Interventionspflichten nur Interventionsverpflichtung gegen Aufwertung.

Effekte von Interventionen:

1. *Mengeneffekt:* Durch die Intervention verändert sich die relative Zusammensetzung von Auslands- zu Inlandsaktiva.
2. *Zinseffekt:* Die Veränderung der relativen Zusammensetzung von Auslands- zu Inlandsaktiva führt zu einer Veränderung der Zinsdifferenz. Z.B. führt bei einer Intervention gegen eine Aufwertung der Ankauf von Devisen durch die Zentralbank zu einer Erhöhung der Geldmenge und damit zur Senkung des Inlandzinses. Dieser Effekt auf die Zinsen kann durch gegenläufige Interventionen der Zentralbank am Geldmarkt oder Kapitalmarkt sterilisiert werden. Die Veränderung der Zinsdifferenz sorgt aber normalerweise durch zufließende/abfließende internationale Kapitalströme für eine Verstärkung der (erwünschten) Veränderung des Wechselkurses. Mit einer Sterilisierung fällt dieser Zinseffekt aber weg.
3. *Informationseffekt:* Von einer Intervention gehen Signalwirkungen bezüglich des zukünftigen Kurses der Geldpolitik aus. Allein diese Informationen können durch das Auslösen von spekulativen Kapitalbewegungen den Wechselkurs ändern. Die Wechselkurserwartungen dominieren bei mobilen internationalen Kapitalmärkten bei weitem den Zins- und den Mengeneffekt.

Importierte Inflation

Möglich bei Währungssystemen mit festen Wechselkursen wie Bretton Woods, wenn es im Leitwährungsland zu einer höheren Inflation als im Inland kommt. Dann gerät nach dem Kaufkraftparitätentheorem die heimische Währung unter Aufwertungsdruck:

- *Interventionen der Zentralbank* gegen die Aufwertungs Tendenzen der heimischen Währung vergrößern die heimische Geldmenge. Dieser *Liquiditätseffekt* schafft eine Nachfrageerhöhung und somit Inflation.

Im Currency Board oder Goldstandard sorgt der *Geldmengen-Preis-Mechanismus* für eine importierte Inflation:

- Durch die Preiserhöhung im Ausland importiert dieses mehr Güter unseres Landes. Dadurch vergrößert sich unser Devisenangebot, wodurch die heimische Geldmenge steigt => Inflation.

In allen drei, genannten Währungssystemen sorgen *direkte internationale Preiszusammenhänge* für weitere importierte Inflation:

- Durch die gestiegenen Preise im Ausland steigt (bei konstanten Wechselkursen!) dessen Nachfrage nach unseren Exporten. Durch die höhere Nachfrage nach unseren Produkten erhöht sich auch im Inland das Preisniveau.

Freie Wechselkurse sorgen nach dem Kaufkraftparitätentheorem für eine (langfristige) Anpassung der Wechselkurse an die unterschiedlichen Preisniveaus, so daß ein Inflationsimport weitgehend ausgeschlossen ist.

Effekte Abwertung/Aufwertung auf Leistungsbilanz

Marshall-Lerner-Bedingung: Um bei einer realen Abwertung eine Verbesserung der Leistungsbilanz zu erreichen, muß die Summe der Nachfrageelastizitäten der Importe und der Exporte eines Landes größer als 1 sein:

$$\epsilon_{EX} + \epsilon_{IM} > 1$$

Ist dies gegeben, so ist der Mengeneffekt einer realen Abwertung insgesamt größer als der Preiseffekt. Sind die Nachfrageelastizitäten kleiner als 1, so werden bei einer Abwertung die Exporte durch den Preiseffekt billiger, nehmen aber nicht stark genug zu, um den Verlust aus dem Preiseffekt auszugleichen. Ebenso wird die Preissteigerung der Importe durch die Abwertung nicht durch einen entsprechenden Rückgang ihrer Menge ausgeglichen. Die Marshall-Lerner-Bedingung gilt aber nur unter zwei Annahmen: 1. Summe der Import- und Exportwerte ist in der Ausgangslage identisch und 2. die Elastizitäten des Export- und Importangebots sind unendlich.

Robinson-Bedingung: Wenn nicht mehr von einer vollständigen Elastizität des Importangebots und des Exportangebots ausgegangen wird, dann kann es auch bei einer Summe der Nachfrageelastizitäten der Importe und der Exporte eines Landes kleiner als 1 zu einer Verbesserung der Leistungsbilanz durch eine reale Abwertung kommen. Dies kann dadurch erklärt werden, daß sich durch die aufgrund der Abwertung billigeren Exporte zwar die Exportnachfrage erhöht, aber das Exportangebot nicht völlig elastisch ist, so daß der Preis der Exporte ansteigt. Ergebnis ist eine Verbesserung der Leistungsbilanz.

J-Kurven-Effekt: Nach einer Abwertung kommt es zuerst einmal zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanz, da Import- und Exportkontrakte langfristig abgeschlossen werden. So wird anfangs erst einmal die gleiche Menge Güter importiert (aber zu einem höheren Preis!) und die gleiche Menge Güter exportiert (aber zu einem niedrigeren Preis!) als vor der Abwertung. Durch die Preiseffekte (Voraussetzung ist jeweils, daß die Güter in Fremdwährung fakturiert werden) verschlechtert sich die Leistungsbilanz. Erst allmählich reagieren die Importeure und Exporteure auf die neuen Preise und verringern/vergrößern ihre Mengen, was die Leistungsbilanz verbessert. Graphisch dargestellt (x-Achse Zeit, y-Achse Leistungsbilanzsaldo) ergibt das eine J-Kurve.

Instrumente der Handels- und Kapitalverkehrspolitik

Handelspolitik:

- Importzölle
- Kontingente
- Subventionierung inländischer Exportgüter

Problem: Importgüter werden teurer => Verschiebung Konsumenten- zu Produzentenrente, Vergeltungsmaßnahmen im Ausland, Wettbewerbsverzerrungen durch verschlechterte Preistransparenz, Schlechtere, unproduktivere Ressourcenallokation. Auch Importzölle können wie Exportzölle wirken, da sich dadurch importierte Vorprodukte des Exportsektors verteuern können!

Kapitalverkehrspolitik:

- Kapitalverkehrskontrollen und -behinderungen
- Devisenbewirtschaftung durch Rationierung
- Spaltung Devisenmarkt

Problem: Kapitalzuflüsse sinken, Aufwendiger Kontrollapparat. Kurzfristig evt. sinnvoll, um spekulative Attacken abzuwehren, mittel- bis langfristig schädlich.

Währungsreserven

Funktion: Geben den Währungsbehörden eines Landes die Möglichkeit zu Devisenmarktinterventionen, mit denen sie ein bestimmtes Wechselkursniveau aufrechterhalten bzw. bei flexiblen Wechselkursen unerwünschten Entwicklungen des Wechselkurses entgegenwirken können. Wechselkursstabilisierende Interventionen in Form von Devisenverkäufen bedeuten, daß Devisenbilanzdefizite *finanziert* werden.

Formen von Währungsreserven: Gold, Devisen, Reservepositionen im IWF, Sonderziehungsrechte (SZR).

Goldstandard

Geschichte

Dieses Währungssystem entstand durch Zufälle von England ausgehend im 19. Jahrhundert. Gold hatte gegen Ende des 19. Jhs. Silber als zweite Währungsdeckung weitgehend verdrängt (bis auf China). Das durch eine Ausweitung der Goldproduktion relativ billiger gewordene Gold hatte im bimetalistischen System das relativ teure Silber verdrängt, da das Silber nicht mehr als Währung gehalten, sondern verkauft und eingeschmolzen wurde (analog zum Gesetz von Gresham).

1880-1914 gehörten alle wirtschaftlich wichtigen Länder dem Goldstandardsystem an. Der Goldstandard brach zu Beginn des 1. Weltkrieges zusammen, da die Staaten die Golddeckung aufhoben und zu einer Rediskontierung von Wechseln und Kriegsanleihen übergingen. Das dadurch entstehende Inflationspotential konnte nicht mehr beherrscht werden => Deutsche Hyperinflation.

Zwischen den Weltkriegen kam es in den 20er Jahren zu Versuchen, den Goldstandard zu restaurieren, aber er brach während der Weltwirtschaftskrise endgültig zusammen, als Großbritannien 1931 die Goldkonvertibilität des Pfund Sterling aufhob. Nur der US\$ war noch goldkonvertibel und wurde so statt dem Pfund Sterling zur Leitwährung nach dem 2. Weltkrieg.

Es gab drei Formen der Goldwährung:

1. *Goldumlaufwährung:* Nur vollwertige Goldmünzen als Zahlungsmittel.
2. *Gemischte Goldumlaufwährung:* Neben vollwertigen Goldmünzen sind auch Scheidemünzen und Banknoten vollwertiges Zahlungsmittel. Sie sind aber vollständig oder teilweise durch Goldreserven gedeckt.
3. *Goldbarrenwährung:* Vollständige oder teilweise Deckung der Währung durch Goldreserven, aber

keine Goldmünzen.

Prinzipien

Das Goldstandardsystem war durch drei Prinzipien gekennzeichnet:

1. Festlegung der Parität der nationalen Währungen in einer Gewichtseinheit Gold. Auf diese Weise wird jede Währung unwiderruflich in Gold fixiert. Dies führt dazu, daß über die Fixierung jeder nationalen Währung in Gold auch die Wechselkurse der nationalen Währungen untereinander fixiert sind. Bsp. $1 \text{ US\$} = 35 \text{ Unzen Gold}$ sowie $1 \text{ DM} = 8,75 \text{ Unzen Gold} \Rightarrow 1 \text{ US\$} = 4 \text{ DM}$.
2. Unbegrenzte Einlösbarkeit von Nicht-Gold-Geld in Gold-Geld zur festgelegten Parität und umgekehrt (Konvertibilität im klassischen Sinne) \Rightarrow Verpflichtung der Mitgliedsstaaten, die Bargeldmenge in konstanter Relation zur den Goldreserven zu halten.
3. Unbeschränkter internationalen Goldhandel (Konvertibilität im modernen Sinne).

Ausgleichsmechanismen

Nimmt man Vollbeschäftigung und – bis auf den Goldpreis – vollkommen flexible Preise an, war die Funktionsweise des Goldstandardsystems durch drei Eigenschaften gekennzeichnet:

Langfristige Stabilisierung des Preisniveaus durch Interaktion von Goldproduktion und Preisniveau, langfristige Stabilisierung der Zahlungsbilanz und des Wechselkurses durch den Geldmengen-Preis-Mechanismus, kurzfristig Stabilisierung der Zahlungsbilanz und des Wechselkurs durch Goldarbitrage und Geldmengen-Zins-Mechanismus. Die nationalen Zentralbanken stabilisierten außerdem durch Interventionen mit Devisen die nationalen Wechselkurse, um Goldbewegungen zu vermeiden.

Interaktion von Goldproduktion und Preisniveau

Um die Preisniveaustabilität zu sichern, ist im Goldstandard eine gleichmäßige Gold- und damit Geldversorgung notwendig. Dies wird durch folgenden Mechanismus garantiert:

Eine übermäßige Goldproduktion führt zu einem Anstieg der Geldmenge. Damit steigt die Nachfrage, was (bei flexiblen Preisen und somit Vollbeschäftigung) zu Inflation führt. Durch den Preisniveauanstieg verteuern sich Produktionskosten für Gold. Der nominale Goldpreis ist zwar weiter gleich, Gold ist aber relativ billiger geworden, wodurch sich seine Produktion weniger lohnt. Dadurch geht die Goldproduktion und die daraus folgende Geldschöpfung zurück. Die monetäre Nachfrage und schließlich das Preisniveau sinken wieder.

Sinkt das allgemeine Preisniveau, so sinken die Produktionskosten für Gold und das Gold wird durch die Deflation der übrigen Preise relativ teurer. Die Produktion lohnt sich mehr, das Goldangebot steigt wieder. Damit erhöht sich auch wieder die Geldmenge und das Preisniveau.

Durch die Interaktion von Goldproduktion und Preisniveau entsteht ein langfristig stabiles Preisniveau, das kurzfristig aber zyklisch schwanken kann. Voraussetzung hierfür ist, daß sich die Bedingungen der Goldproduktion in der betrachteten Periode nicht ändern. Innovationen, welche die Goldproduktion dauerhaft verbilligt, sowie die Entdeckung neuer Goldvorkommen führen zu einem dauerhaften Anstieg des Preisniveaus.

Wechselkursstabilität durch Goldarbitrage

Die Goldarbitrage ist ein kurzfristig wirksamer (automatischer) Stabilisierungsmechanismus.

Definition: Unter Arbitragegeschäften versteht man die Ausnutzung von Kursunterschieden, die sich auf unterschiedlichen Devisenmärkten durch divergierende Angebots- und Nachfragekonstellationen bilden. Kursarbitrage liegt vor, wenn Kursdifferenzen für eine Währung an zwei verschiedenen Orten dadurch zum Ausgleich gebracht werden, daß die Währung am billigeren Ort gekauft und am teureren Ort verkauft wird.

\Rightarrow *Arbitragegeschäfte vermeiden also große Wechselkursschwankungen!*

Wir gehen von einem Gleichgewichtswechselkurs aus und nehmen eine steigende Nachfrage nach Devisen an, beispielsweise aufgrund einer autonomen Preissteigerung im Inland und einem darauf folgenden Anstieg der Importe. Das Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt ist nun gestört; die eigene Währung wird abgewertet. Die Abwertung bewirkt, daß der Goldpreis im Inland relativ zu dem im Ausland sinkt. Arbitreure werden deshalb im Inland Gold kaufen und es im Ausland verkaufen. Dazu müssen sie ihr ausländisches Geld am Devisenmarkt in inländisches Geld umtauschen. Durch die Goldarbitrage steigt das Devisenangebot und die monetäre Basis sinkt, die heimische Währung wird wieder aufgewertet und der Wechselkurs stabilisiert sich.

Im umgekehrten Fall, beispielsweise bei einer autonomen Preissenkung im Inland und einem darauf folgenden Anstieg der Exporte, läuft dieser Prozeß der Wechselkursstabilisierung folgendermaßen ab: Die inländische Währung gerät unter Aufwertungsdruck, dadurch wird das Gold im Inland relativ zum Goldpreis im Ausland teurer. Die Arbitreure kaufen nun mit inländischer Währung die (billiger) gewordene, ausländische Währung. Anschließend erwerben sie Gold im Ausland, um es ins Inland zum importieren und zum Paritätskurs zu verkaufen. Dadurch erhöht sich die Devisennachfrage, die monetäre Basis steigt und der Wechselkurs stabilisiert sich.

Goldarbitrage ist erst dann lohnend, wenn die Differenz des Wechselkurs zum Paritätskurs größer als die Goldtransaktionskosten (Transport, Versicherung, entgangene Zinsgewinne) ist. Die Punkte, ab denen sich Arbitrage lohnt, nennt man *Goldimportpunkt* (Währung unter Aufwertungsdruck) bzw. *Goldexportpunkt* (Währung unter Abwertungsdruck). Zwischen diesen beiden Punkten kann der Devisenkurs frei schwanken; nur bei stärkeren Abweichungen führt die Goldarbitrage zu einer Wechselkursstabilisierung. An den Goldpunkten werden die Angebots- und Nachfragekurven durch die Arbitrage aber völlig elastisch (Voraussetzung ist ein freier internationaler Goldverkehr).

Durch administrative Maßnahmen der Goldpolitik versuchten die Zentralbanken, den Goldexportpunkt nach oben zu drängen und den Goldimportpunkt nach unten zu drängen. So bekamen Goldimporteure teilweise zinslose Kredite und der Ankaufspreis für Gold wurde höher als der Verkaufspreis festgesetzt.

Gold wird immer in dem Land gekauft, dessen Währung unter Abwertungsdruck geraten ist, und in dem Land verkauft, dessen Währung unter Aufwertungsdruck geraten ist.

Fazit:

- Goldarbitrage hält den Wechselkurs in der Bandbreite zwischen den Goldpunkten.
- Land mit überbewerteter Währung → Ausweitung der monetären Basis
- Land mit unterbewerteter Währung → Verringerung der monetären Basis

⇒ automatische Anpassung der Zahlungsbilanz und des Wechselkurses

Bemerkenswert ist, daß für die Wechselkursstabilität durch Goldarbitrage keine politische Einigung mit den anderen Teilnehmerländern erforderlich ist (wie bei festen Wechselkursen), sondern nur die Einhaltung der aufgeführten Prinzipien des Goldstandards.

Geldmengen-Zins-Mechanismus

Angenommen: Es kommt durch eine autonome Preissenkung im Inland zu einer Zunahme der Exporte. Dies löst eine Devisenbilanzverbesserung aus und setzt den Wechselkurs unter Aufwertungsdruck. Durch zufließendes Gold erhöht sich die inländische Geldmenge. Dadurch sinken die Zinsen. Die gesunkenen Zinsen führen nun ihrerseits zu einem Kapitalexport ins Ausland, wo höhere Zinsen herrschen. Dies bringt den Wechselkurs unter Abwertungsdruck. Dadurch verschlechtert sich die Devisenbilanz wieder und es kommt zu einer entsprechenden Verringerung der inländische Geldmenge. Die Zinsen steigen wieder. Die Zahlungsbilanz gleicht sich aus und der Wechselkurs pendelt sich wieder beim Paritätskurs ein.

Es kommt durch eine autonome Preiserhöhung im Inland zu einer Abnahme der Exporte. Dies löst eine Devisenbilanzverschlechterung aus und setzt den Wechselkurs unter Abwertungsdruck. Durch abfließen-

des Gold verringert sich die inländische Geldmenge. Dadurch steigen die Zinsen. Die gestiegenen Zinsen führen nun ihrerseits zu einem Kapitalimport aus dem Ausland, wo niedrigere Zinsen herrschen. Dies bringt den Wechselkurs unter Aufwertungsdruck. Dadurch verbessert sich die Devisenbilanz wieder und es kommt zu einer entsprechenden Ausweitung der inländische Geldmenge. Die Zinsen sinken wieder. Die Zahlungsbilanz gleicht sich aus und der Wechselkurs pendelt sich wieder beim Paritätskurs ein.

Kurzfristige Stabilisierung erfolgt durch den Geldmengen-Zins-Mechanismus.

Damit der Geldmengen-Zins-Mechanismus durch einen Zahlungsbilanz-Ausgleich zur Stabilisierung der Wechselkurs beitragen kann, muß das Kapital international mobil sein, so daß schon geringe Zinsdifferenzen Kapitalströme auslösen. Der Zinssatz wird durch lokale Anpassungsmechanismen bestimmt und ist international ähnlich, aber aufgrund der Risikoprämie und der durch die fehlenden, stabilisierenden geldpolitischen Operationen der Zentralbank erhöhte Zinsvolatilität nicht in allen Ländern gleich.

Geldmengen-Preis-Mechanismus

Angenommen: Es kommt zu einer autonome Preissenkung im Inland. Dadurch steigt der Außenbeitrag (Exporte-Importe). Dies löst eine Devisenbilanzverbesserung aus und setzt den Wechselkurs unter Aufwertungsdruck. Durch zufließendes Gold erhöht sich die inländische Geldmenge. Dadurch steigen die Preise und verschlechtern somit die Exportchancen des Landes. Der Außenbeitrag sinkt wieder. Die Zahlungsbilanz gleicht sich aus und der Wechselkurs pendelt sich wieder beim Paritätskurs ein.

Es kommt zu einer autonome Preiserhöhung im Inland. Dadurch sinkt der Außenbeitrag (Exporte-Importe). Dies löst eine Devisenbilanzverschlechterung aus und setzt den Wechselkurs unter Abwertungsdruck. Durch abfließendes Gold sinkt sich die inländische Geldmenge. Dadurch sinken die Preise und verbessern somit die Exportchancen des Landes. Der Außenbeitrag steigt wieder. Die Zahlungsbilanz gleicht sich aus und der Wechselkurs pendelt sich wieder beim Paritätskurs ein.

Langfristige Stabilisierung erfolgt durch den Geldmengen-Preis-Mechanismus.

Das bedeutet für die Geldwertstabilität, daß die Inflationsraten international nicht stark von einander abweichen können. Nur die Preise nicht-handelbarer Güter (bspw. Dienstleistungen) können sich unterschiedlich entwickeln. Handelbare Güter müssen sich wegen des Wettbewerbs preislich ähnlich entwickeln. Voraussetzung für das vollständige Funktionieren dieses Effektes sind allerdings liberalisierte internationale Gütermärkte, d.h. Freihandel.

Der Geldmengen-Preis-Mechanismus ist ein langfristiger automatischer Stabilisierungsmechanismus.

Geldmengen-Zins-Einkommens-Mechanismus (Keynesianisch)

Angenommen: Es kommt durch eine autonome Preissenkung im Inland zu einer Zunahme des Außenbeitrags. Dies löst eine Devisenbilanzverbesserung aus und setzt den Wechselkurs unter Aufwertungsdruck. Durch zuströmendes Gold erhöht sich die inländische Geldmenge. Dadurch sinken die Zinsen. Die gesunkenen Zinsen führen zu einer Ausweitung der Investitionsnachfrage im Inland. Dadurch erhöht sich das inländische Einkommen und damit auch die Nachfrage nach Importen. Dies verringert somit die ursprüngliche Erhöhung des Außenbeitrags.

Es kommt durch eine autonome Preiserhöhung im Inland zu einer Abnahme des Außenbeitrags. Dies löst eine Devisenbilanzverschlechterung aus und setzt den Wechselkurs unter Abwertungsdruck. Durch abfließendes Gold verringert sich die inländische Geldmenge. Dadurch steigen die Zinsen. Die gestiegenen Zinsen führen nun ihrerseits zu einer Abnahme der Investitionsnachfrage im Inland. Dadurch verringert sich das inländische Einkommen und damit auch die Nachfrage nach Importen. Dies verringert somit die ursprüngliche Abnahme des Außenbeitrags.

Langfristige Stabilisierung erfolgt bei nicht völlig flexiblen Preisen auch durch den Geldmengen-Zins-Einkommens-Mechanismus.

Wichtig ist, daß dieser Mechanismus nur funktionieren kann, wenn die Preise (inkl. Löhne!) nicht völlig flexibel sind. Denn nur so kann ein Nachfragedefizit entstehen, das dann durch sinkende Zinsen ausge-

glichen wird. Wenn diese Voraussetzung nicht gegeben ist, wirkt nur der Geldmengen-Zins-Mechanismus. Weiter zu beachten: Der Geldmengen-Zins-Einkommens-Mechanismus führt *nur* zu einer Abschwächung des Zahlungsbilanzeffektes der ursprünglichen, autonomen Preissenkung bzw. -erhöhung, nicht jedoch zu einem völligen Ausgleich.

Internationale Preiszusammenhänge

Bei homogenen Gütern ergab sich durch den relativ freien Handel während der Zeit vor dem ersten Weltkrieg ein relativ einheitlicher Weltmarktpreis, der nur durch Transportkosten national abwich. Die harte internationale Preiskonkurrenz führt längerfristig zur Preisstabilisierung bei handelbaren Gütern. Außerdem führten Arbitragegeschäfte mit diesen Gütern zu einem Zahlungsbilanzausgleich. Dadurch ergab sich eine weitgehende internationale Parallelität in der Preis-, aber auch Konjunkturentwicklung.

Stabilisierende Spekulation

Bei Annäherung an die Goldexport- und -importpunkte entsteht die Erwartung steigender bzw. fallender Wechselkurse durch das Einsetzen der Goldarbitrage. Durch dann einsetzende spekulative Kapitalimporte und -exporte stabilisieren sich die Wechselkurse.

Lehren aus dem Goldwährungssystem

Die Bedeutung von Konvertibilität und Kapitalmobilität

Konvertibilität im klassischen Sinne und modernen Sinne (freie Eintauschbarkeit einer Währung in eine andere) sowie Kapitalmobilität gehören zu den „Spielregeln“ des Goldstandards, ohne sie können die Ausgleichsmechanismen des Marktes nicht greifen.

Die Lehren die aus dem Goldstandard gezogen werden können sind:

1. Kapitalmobilität und Konvertibilität sind unabdingbare Voraussetzungen für ein funktionsfähiges Festkurssystem.
2. Kapitalmobilität und Konvertibilität sind notwendige Transmissionsmechanismen, die Anpassungsprozesse auslösen und korrigierend und ausgleichend wirken.

Bedeutung währungspolitischer Grundsatzentscheidungen und ihrer Stabilität

Es ist bemerkenswert, daß für die Wechselkursstabilität durch die Goldarbitrage keine politische Einigung mit anderen Teilnehmerländern erforderlich ist (wie bei festen Wechselkursen), sondern nur die Einhaltung der angeführten drei Prinzipien. Deshalb wäre dieses System auch bei privaten und gewinnorientierten Notenbanken funktionsfähig.

Währungspolitische Grundsatzentscheidungen müssen langfristige Entscheidungen sein, und sie müssen sich bewähren. Richtige und vernünftige (und bewährte) Entscheidungen dürfen nicht nach Belieben über Bord geworfen werden (z.B.: Fixierung der Goldparität). Die institutionelle Rahmenordnung muß also letztendlich staatlich gesetzt sein. Diese Rahmenordnung für das Währungssystem ist eine wichtige Voraussetzung für eine fruchtbare Entwicklung der internationalen Arbeitsteilung, zum effizienten Einsatz von Produktionsfaktoren und damit für das wirtschaftliche Wachstum.

Die Binnenwirtschaftspolitik sollte immer auf außenwirtschaftliche Wechselkurspolitik Rücksicht nehmen. Das Modell einer geschlossenen Volkswirtschaft existiert in der Realität nirgends. Probleme wie 1998 in Südostasien sind nicht auf Kapitalmobilität, sondern auf binnenwirtschaftliche Probleme zurückzuführen (unsolide Geld-, Fiskal-, und Wechselkurspolitik, ungenügende Bankenaufsicht).

Bedeutung der „goldenen Bremse“ der Inflation

Eine Erkenntnis, die aus den Erfahrungen des Goldstandards gewonnen werden kann, ist, daß nur knappes Geld gutes Geld ist. Geld muß also relativ knapp gehalten werden.

Durch die Bindung an die Deckungsvorschriften wurde die Unabhängigkeit der Geldpolitik aufgegeben;

eine autonome inflatorische Politik war nicht möglich. Deshalb wurde die Golddeckung auch „Goldene Bremse“ an der „Geld- und Kreditschöpfungsmaschine“ genannt.

Kurzfristige Preiserhöhungen, die durchaus vorkamen, bedeuteten keinen Verlust der Geldwertstabilität, da sie Teil der Mechanismen des Zahlungsbilanzausgleiches waren.

Bewertung Goldstandard

Vorteile des Goldstandards:

- langfristige Stabilität des Preisniveaus in allen Ländern des Goldstandards.
- nationale Geldpolitik ist nicht notwendig (außer bei Deckungsvorschriften).
- relativ reibungsloser Zahlungsbilanz-Ausgleich.
- Wechselkursstabilität.
- parallele Preis- und Konjunktorentwicklung.

Nachteile des Goldstandards:

- Inflationsrate von Entwicklung der Goldproduktion abhängig. Wenn das wirtschaftliche Wachstum höher ist als das Wachstum der Goldproduktion, dann kann eine Deflation auftreten.
- Kurzfristig relativ hohe Preisschwankungen.
- Kurzfristig relativ hohe Einkommens- und Beschäftigungsschwankungen, besonders bei nicht flexiblen Preisen und Löhnen. Deflation im Rahmen der Weltwirtschaftskrise konnte nicht durch eine Geldmengenexpansion neutralisiert werden. Da die Preise und Löhne relativ unflexibel sind, findet Anpassung durch Beschäftigungsrückgang statt => Rezession.

Feste Wechselkurse im Bretton Woods-System

Geschichte

Die Entstehung des ersten vertraglich fixierten internationalen Währungssystems geht auf die Internationale Währungs- und Finanzkonferenz in Bretton Woods (Badeort am Atlantik in New Hampshire, USA) 1944 zurück. Aus dem britischen Keynes-Plan einer internationalen Zentralbank und dem amerikanischen White-Plan eines internationalen Stabilisierungsfonds (IWF) und einer Entwicklungsbank (Weltbank, IBRD) wurde ein Kompromiß geschlossen. Das IWF-Abkommen von 1945 lag aber näher an der US-amerikanischen Position, die weniger Möglichkeiten zur Zahlungsbilanzfinanzierung vorsah als die britische.

Das Abkommen von Bretton Woods ist als Reaktion auf die Periode zunehmender währungspolitischer Desintegration zwischen den beiden Weltkriegen zu sehen, die von Abwertungsrunden, Zahlungsbilanzkrisen, Importrestriktionen und Devisenkontrollen gekennzeichnet war und den Welthandel nachhaltig negativ beeinflusste. Freie Wechselkurse wurden als zu anfällig für Spekulationen und zu volatil empfunden, daher legte man feste Wechselkurse fest. Konzipiert war das Bretton Woods-System als symmetrischer Gold-Devisenstandard. Die USA hatten die Konvertibilitätspflicht des US\$ in Gold, die anderen Mitgliedsstaaten die Pflicht, ihre Währungen gegenüber dem US\$ stabil zu halten.

Prinzipien

1. Festlegung der Parität des Dollar in einer Gewichtseinheit Gold (35 US\$ je Unze).
2. Verpflichtung der USA, Dollar gegen Gold zum festgelegten Kurs von 35 US\$ je Unze zu kaufen oder verkaufen (Konvertibilität US\$ in Gold). Diese Konvertibilität war allerdings auf Länder begrenzt, so daß keine Marktmechanismen durch private Arbitreure funktionieren konnten.
3. Festlegung der Paritäten der übrigen Währung gegenüber dem Dollar (Konvertibilität anderer Währungen in US\$).

4. Verpflichtung der Mitgliedsländer - mit Ausnahme der USA - durch Interventionen ihrer Zentralbanken auf den Devisenmärkten den Wechselkurs innerhalb einer Bandbreite von 1% um die Parität zu stabilisieren.
5. Paritätsänderungen nur im Fall eines fundamentalen Zahlungsbilanzungleichgewichts. Änderungen, welche die ursprüngliche Parität um 10 % überschritten, waren vom IWF zu genehmigen.
6. Einzahlungen von Währungsreserven gemäß nationaler Quoten beim IWF und Bereitstellung von kurzfristigen, bei stärkerer Inanspruchnahme mit Auflagen verbundenen Krediten durch den Fonds zur Finanzierung von (vorübergehenden) Zahlungsbilanzdefiziten der Mitgliedsländer.

Ausgleichsmechanismen

Die Stabilisierung der Wechselkurse erfolgte durch staatliche Regulierungen wie Veränderungen der nationalen Geldmenge und Devisenmarktinterventionen zur Stützung/Schwächung der eigenen Währung und nicht nur durch marktmäßige Prozesse wie im Goldstandard!

Zusammenbruch

Bis Ende der 60er Jahre funktionierte das System reibungslos. Der Zusammenbruch ist im wesentlichen auf zwei Konstruktionsfehler zurückzuführen:

- *Fehlen einer Regel für Wechselkursänderungen* im Falle eines fundamentalen Zahlungsbilanzungleichgewichts. Die Zunahme der Mobilität des internationalen Kapitalverkehrs verstärkte die Tendenz, daß hartnäckige Zahlungsbilanzungleichgewichte Wechselkursänderungserwartungen in eine Richtung entstehen ließen, durch spekulative Kapitalströme verstärkt wurden und schließlich zu Währungskrisen im Festkurssystem führten. Überschußländer führten notwendige Aufwertungen nicht durch (um ihren Exportvorteil nicht zu gefährden), Defizitländer führten Abwertungen nicht durch, weil eine Abwertung ohne flankierende kontraktive Maßnahmen preissteigernd wirkt und oft mit Prestigeverlust verbunden ist.
- Auf die Nichtbeachtung des *Problems des n-ten Landes* durch die USA. Inflationäre Entwicklungen in den USA zerstörten die erwünschte Geldwertstabilität. Die USA betrieben zur Vermeidung einer Rezession eine expansive Geldpolitik, die meisten europäischen Länder dagegen eine kontraktive Geldpolitik. Die Zinsdifferenzen führten zu Abflüssen von Kapital aus den USA und verstärkten die Zahlungsbilanzdefizite. Der im Bretton Woods System in Form der Goldkonvertibilität angelegte Anpassungszwang für das Leitwährungsland wurde von USA unterlaufen, da die Goldkonvertibilität ab Mitte der 60er Jahre administrativ behindert und 1971 aufgehoben wurde.

Das Problem des n-ten Landes resultiert aus dem Sachverhalt, daß bei n Ländern jedes Land mit n-1 Wechselkursen konfrontiert ist. Fixieren n-1 Länder ihre Wechselkurse gegenüber der Währung des n-ten Landes, sind die Wechselkurse dieses Landes gegenüber den n-1 Ländern eindeutig bestimmt. Daher kann ein solches System fester Wechselkurse nur existieren, wenn das n-te Land dieses Wechselkursgefüge akzeptiert. Das Land mit der Leitwährung (USA) bestimmt damit das absolute Niveau der Wechselkurse. Der Dollar nahm simultan die Funktionen einer Leit-, Reserve- und einer Interventionswährung war.

Die Sonderstellung des n-ten Landes impliziert, daß es als einziges Land eine an binnenwirtschaftlichen Zielen orientierte Geld- und Fiskalpolitik betreiben kann, während die andere Länder diese zugunsten der Wechselkursbindung aufgeben müssen. Die langfristige Funktionsfähigkeit des Systems setzt also voraus, daß das n-te Land eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik betreibt. Die Folge einer inflatorischen Politik ist ein Abwertungsdruck auf die Leitwährung, der nur durch den Ankauf der Staatsschuldentitel durch die Zentralbanken der n-1 Länder eliminiert werden kann. Die damit verbundene Monetarisierung der Staatsschulden des n-ten Landes bewirkt eine Erhöhung der Inflationsrate in allen Mitgliedsländern und gefährdet die Existenz des Gesamtsystems.

Durch die expansive Geldpolitik in den USA Ende der 60er (Vietnam-Krieg, Great Society-Programm)

war der US\$ gegenüber den meisten anderen Währungen überbewertet. Folge war ein Leistungsbilanzdefizit und Arbeitslosigkeit sowie Inflation in den USA und eine Leistungsbilanzüberschuss in den meisten anderen Staaten. In Verbindung mit den Interventionsverpflichtungen führte dies dazu, daß sich bei den Zentralbanken der übrigen Mitgliedsländer immer größere Dollarbestände ansammelten und die Weltgeldmenge aufblähte (Inflation). Ein hohes fiskales Defizit der USA verstärkte die Abwertungserwartungen gegenüber dem US\$, was große spekulative Kapitalströme in die anderen Länder (vor allem BRD) auslöste und dort die Währungsreserven und die Geldmenge weiter aufblähte. Es gab nun drei Möglichkeiten:

1. Deflation in den USA durch eine fortdauernde Arbeitslosigkeit, dadurch Gewinn an Wettbewerbsfähigkeit und Ende des Leistungsbilanzdefizits sowie eine Inflation in den anderen Staaten durch den Kauf von Dollar gegen nationaler Währung. Eine hohe Arbeitslosigkeit war aber weder von Präsident Johnson noch von Nixon erwünscht.
2. Abwertung des US\$ gegenüber den anderen Währungen. Dies konnte aber wegen des Problem des n-ten-Landes nicht geschehen. Dazu hätten alle anderen Länder zustimmen müssen, was sie aber nicht wollten, um ihren Leistungsbilanzüberschuss und die positiven Effekte auf die Beschäftigung nicht zu gefährden. Dies geschah erst mit dem *Smithsonian Agreement* 1971.
3. Dadurch blieb den USA nur die Abwertung des US\$ gegenüber dem Gold, was durch die inflationäre Geldpolitik auch geschah. Dadurch geriet der Goldpreis unter Aufwertungsdruck. Durch die Spaltung des Goldmarktes 1968 konnte die offizielle Goldparität gegenüber den ausländischen Zentralbanken noch eine Zeit lang gehalten werden, aber auch nur, weil diese ihre Dollarreserven nicht in Gold tauschten. Aber auch diese Konvertibilität mußte 1971 aufgegeben werden.

Daten des Zusammenbruchs:

- 1968 Spaltung des Goldmarktes. Spekulation auf eine Abwertung des US\$ gegenüber Gold hatte zu massiven Goldkäufen geführt, so daß der Goldmarkt in London am 15. März geschlossen werden mußte. Zwei Tage später folgte eine Spaltung in einen privaten (flexible Preise) und in einen offiziellen Goldmarkt (feste Preise) => „Goldbremse“ gegen Inflation aufgehoben.
- 1971 Auflösung der Goldeinlösepflicht des Dollars gegenüber den anderen Zentralbanken => der letzte Rest der „Goldbremse“ wird dadurch aufgehoben.
- 1971 Washingtoner Währungsabkommen *Smithsonian Agreement*: Versuch das Festkurssystem durch eine Weltwährungskonferenz mit einem *realignment* zu retten. Der US\$ wird gegenüber den anderen Währungen um 8% abgewertet und die Wechselkursschwankungsbreite auf 2,25% erhöht.
- 1973 Weitere Inflation in den USA sorgt für eine neue Währungskrise, in der das Bretton Woods-Festkurssystem endgültig zerbricht. Es entsteht eine Welt mit Währungsblöcken, in der die Währungen der wichtigsten Industrienationen gegeneinander frei floaten (in Europa *Blockfloating* in der „Währungsschlange“).

Lehre aus dem Zusammenbruch:

Feste Wechselkurse sind auf Dauer nur mit einer einheitlichen Geldpolitik möglich.

Feste gegen freie Wechselkurse

Für freie Wechselkurse

- Wechselkurse sind Preise wie andere Preise auch. Stabilisierung schadet der volkswirtschaftlichen Effizienz. Schwankende Wechselkurse sind unvermeidliche Nebenwirkung. Koordination über die Märkte ist besser als währungspolitische Kooperation.
- Gegen feste Wechselkurse spricht fundamentalistische Wechselkursfestlegung. Schwierige Festlegung des Gleichgewichtskurs (Änderung Rohstoffpreise durch Entdeckungen neuer Vorkommen,

Veränderung der Struktur handelbarer/nicht-handelbarer Güter, Produktivitätswachstum).

- Auch langfristig können Inflationsraten divergieren => Anpassung über Wechselkurse erforderlich.
- Bei festen Wechselkursen findet ein Inflationsimport statt, da die binnenwirtschaftliche der außenwirtschaftlichen Stabilität untergeordnet wird.
- Spekulation ist bei festen Wechselkursen durch die entstehenden Schocks weit desaströser als bei freien Wechselkursen, da meist zu lange an falschen Wechselkursen festgehalten wird.
- Hohe Kurssicherungskosten fester Wechselkurse durch die Opportunitätskosten der Haltung hoher Währungsreserven.
- Da der Zahlungsbilanzausgleich über die Wechselkurse abläuft, ist die Tendenz zum Protektionismus geringer.

Für feste Wechselkurse

- Spekulation und die daraus folgende, hohe Volatilität bei flexiblen Wechselkursen ist destabilisierend und schädlich für den Handel.
- Hohe Sicherheit für Finanztransaktionen.
- Keine oder erschwerte Möglichkeit durch Abwertungen Wettbewerbsvorteile zu erlangen (*Beggar-thy-neighbor-policy*).
- Geldpolitische Disziplinierung durch feste Wechselkursbindung an ein stabileres Land.

Zwei Gruppen:

1. *Fundamentalistische Wechselkursstheorie*: Festlegung von Paritäten ist nicht notwendig, da die Ursache für schwankende Wechselkurse sprunghafte Fiskal- und Geldpolitiken sind. Daher genügt es diese zu stabilisieren, um feste Wechselkurse zu bekommen.
2. *Nicht-Fundamentalistische Wechselkursstheorie*: Ursache für schwankende Wechselkurse sind Ineffizienzen der Devisenmärkte und Spekulation => Interventionen am Devisenmarkt sind nötig.

Vorschlag Wechselkurszielzonen

- Feste, aber anpassungsfähige Wechselkurse zwischen den großen Währungen unserer Welt, um negative Schwankungen zu vermeiden.
- Am besten automatische Anpassung der Wechselkurse.
- Mittlere Bandbreite um die Paritäten.
- Symmetrische Interventionsverpflichtung gegen Aufwertungsdruck. Dadurch interveniert jede Zentralbank nur gegen Abwertungen ihrer eigenen Währung und hält so ihre Währung stabil (dadurch würde ein Abwertungswettlauf verhindert, aber Problem Devisenreserven). Ein anderes Modell wäre, daß jede Zentralbank nur gegen Aufwertungen ihrer eigenen Währung interveniert und so mit ihrer Währung bezahlen kann (kein Problem Devisenreserven). Dadurch kann es aber zu Abwertungswettläufen kommen und die internationale Preisstabilität könnte gefährdet werden.

Laut Tietmeyer müssen für das Funktionieren von Wechselkurszielzonen drei alternative Bedingungen erfüllt sein:

1. Realwirtschaftliche und stabilitätspolitische Konvergenz => Paritäten sind automatisch stabil.
2. Bereitschaft zur schnellen Anpassung der Paritäten bei *misalignments*.
3. Unterordnung der Wirtschaftspolitik und der Geldpolitik unter das Wechselkursziel.

Alle drei sind laut Tietmeyer im Moment aber unrealistisch:

1. Keine realwirtschaftliche Konvergenz zwischen den großen Volkswirtschaften EU, USA, Japan erkennbar (unterschiedliche Wachstumsraten).

2. Die Vergangenheit zeigt, daß Anpassungen der Paritäten immer wieder zu lange hinausgezögert werden und dann zu Währungskrisen führen (Bsp. Brasilien, asiatische Tigerstaaten).
3. Es ist keine Bereitschaft seitens der USA und der EU dazu vorhanden, ihre Stabilitätspolitik einem Wechselkurszielzonenabkommen unterzuordnen.

Weitere Ansätze Wechselkursstabilisierung

Indikatoransatz: Stabilisierung der Wechselkurse durch Koordination der nationalen makroökonomischen Indikatoren (BIP, Inflation, Handelsbilanzsaldo, etc.). Beispiel G-7 nach Ende Bretton Woods. Scheitern, da keine klare Zuordnung der Verantwortlichkeiten und unterschiedliche Zielprioritäten. Außerdem gelingt es den Teilnehmern nicht immer, die Vereinbarungen in nationale Politik umzusetzen.

Tobin-Steuer: Besteuerung Devisentransaktionen, damit steigen die Kosten für kurzfristige, spekulative Transaktionen.

Probleme: Auch Beeinflussung nicht-spekulativer Transaktionen, Verwaltungsaufwand, weltweite Durchsetzbarkeit (*Off-Shore*-Finanzplätze).

Spaltung Devisenmarkt: Spaltung der Wechselkurse in einen festen Wechselkurs für Güter- und Leistungstransfers und einen freien Wechselkurs für Kapitalverkehrstransaktionen. Erhöht Effizienz der inländischen Geldpolitik, da zinsinduzierte Kapitalströme, die eine inländische Geldpolitik bei internationaler Kapitalmobilität und (!) festen Wechselkursen normal unmöglich machen, durch den flexiblen Wechselkurs für Kapitalbewegungen weit geringer sind. Außerdem sinkt das Transaktionsvolumen am Devisenmarkt und damit die für Interventionen benötigte Menge an Devisenreserven. Dadurch wird eine Sterilisierung der Geldmengeneffekte der Interventionen erleichtert.

Probleme: Bei einem dualen Wechselkurs ersetzt die Gütermobilität die Kapitalmobilität. Ein Inflationssimport kann so zwar aufgeschoben, aber nicht aufgehoben werden. Schwierige Trennung der Zahlungsströme. Entstehen von Parallelmärkten (Bsp. Brasilien). Anreiz Rechnungen zu hoch zu fakturieren, um „billige“ Devisen zu erhalten, die dann auf dem Schwarzmarkt verkauft werden. Hoher Verwaltungsaufwand durch schwierige Kontrollen => Ineffizienz. Mißallokation von Produktionsfaktoren => suboptimale Lösung!

Währungskrisen

Anzeichen für Krisen:

- Hohes Leistungsbilanzdefizit.
- Niedrige Währungsreserven.
- Starke Expansion inländischer Kredite.
- Überschäumende Wertpapier- und Immobilienmärkte.
- Inflationsabstand zu Industrieländern.

Interne Ursachen:

- Rigide Wechselkurspolitik bindet Geldpolitik die Hände.
- Scheinbar stabile Wechselkurse regen Inländer zur Verschuldung in Devisen an.
- Kurzfristige ausländische Investitionen sind erwünscht, langfristige ausländische Investitionen wie Unternehmensbeteiligungen nicht.
- Schlechte Bankaufsicht.
- Wenig Wettbewerb im Finanzsektor.
- Starker politischer Einfluß auf Geschäftsbanken (teilweise *de facto*-Garantie für Kredite => *Moral Hazard*).

Internationaler Währungsfond (IWF)

Konvertibilitätsgrundsätze

Artikel VIII IWF-Statuten regelt die allgemeinen Verpflichtungen der Mitglieder hinsichtlich ihrer Devisenpraktiken. Ziel des IWF ist die Herstellung eines freien, multilateralen Zahlungssystems für laufende Transaktionen:

- Devisenbeschränkungen sind ohne Zustimmung des Fonds nicht erlaubt, wenn sie Zahlungen im Zusammenhang mit laufenden Transaktionen (also insbesondere im Zusammenhang mit Handels- und Dienstleistungsgeschäften) betreffen, also nicht der Übertragung von Kapital dienen. Devisenkontrollen auf Kapitalbewegungen sind erlaubt.
- Vermeidung diskriminierender Währungspraktiken; v.a. multiple Wechselkurse – wie alle weiteren diskriminierenden Währungspraktiken – sind ohne Genehmigung des Fonds untersagt.
- Konvertibilität der im Besitz eines anderen Mitglieds des IWF befindlichen Bestände an eigener Währung (Ausländerkonvertibilität).

Ausnahmen:

- Knappheitserklärung (*scarce currency clause*): Der IWF kann eine Währung für knapp erklären, wenn die Fähigkeit eines Mitglieds, diese Währung im Bedarfsfall zur Verfügung zu stellen, ernsthaft gefährdet ist. Eine derartige Erklärung ermächtigt die Mitglieder, den freien Devisenverkehr in der knappen Währung zeitweilig zu beschränken. Dies kam aber noch nie vor.
- Die Übergangsregelungen sind von großer Relevanz: Mitglieder können Devisenbeschränkungen und gespaltene Devisenmärkte (Bsp. Brasilien bis Krise 1999) aufrechterhalten, soweit diese zum Zeitpunkt ihres Beitritts in Kraft waren. In Europa dauerte es daher lange, bis vollständige Konvertibilität wieder hergestellt war. 1958 Einführung der Ausländerkonvertibilität durch die meisten Mitglieder.

Quoten

Von besonderer Bedeutung für die Mitglieder, weil durch diese das Gewicht bei Abstimmungen, der Umfang der Subskriptionsverpflichtung, die Höhe der Finanzierungsfazilitäten und der Anteils an den Zuteilungen von Sonderziehungsrechten festgelegt wird. Die Subskriptionszahlungen sind zu mindestens 25% in SZR - früher in Gold - oder in anderen anerkannten Reservewährungen zu leisten, der Rest in eigener Währung.

Funktionen des IWF

Folgende Funktionen wurden dem IWF 1945 zugewiesen:

- Sicherung eines Systems fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse (*adjustable peg system*). Paritätenänderungen größer als 10% waren aber nur im Fall eines fundamentalen Zahlungsbilanzungleichgewichts möglich und bedurften der Zustimmung des IWF.
- Schaffung eines Kreditfonds, in den jedes Land entsprechend seiner Quote Einzahlungen zu leisten hat.
- Kreditgewährung an Mitglieder, die sich kurzfristigen Zahlungsbilanzschwierigkeiten gegenüber sehen, wobei die Inanspruchnahme der Kredite an gestaffelte Bedingungen geknüpft ist (Konditionalität).
- Durchführung regelmäßiger Konsultationen bei den Mitgliedsländern, um diese zu zahlungsbilanzadäquater, stabilitätsorientierter Wirtschaftspolitik zu veranlassen.
- Förderung der währungspolitischen Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedsländern.

Nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods System im Jahr 1971 bzw. 1973 verlor der IWF seine ursprünglich wichtigste Funktion, die Gewährleistung der festen Wechselkurse. Nach 1973 verlagerte sich die Tätigkeit des IWF auf:

- Überwachung der Wechselkurspolitik seiner Mitglieder (*Surveillance*).
- Verstärkte technische und wirtschaftspolitische Beratung.
- Vergabe auch mittelfristiger Strukturanpassungsprogramme (*Extended Fund Facility*).
- Schaffung von Sonderkreditprogrammen (CCFF, *Buffer stock facility*, SAF, ESAF).

=> Ein Einstieg in Aktivitätsbereiche der Weltbank ist unübersehbar.

Fazilitäten des IWF

Reguläre Fazilitäten

1. Tranchenpolitik
2. Erweiterte Fondsfazilitäten (*Extended Fund Facility*, seit 1974)

Sonderfazilitäten und Konzessionäre Fazilitäten

1. Sonderfazilitäten
2. Konzessionäre Fazilitäten
3. *Supplemental Reserve Facilities* – SRF (seit 1998). Bei Währungskrisen (höhere Zinssätze als normal).
4. *Contingency Credit Lines* – CCL (seit 1999). Zur vorbeugenden Verhinderung des Übergreifens von Währungskrisen auf andere, gesunde Mitglieder.

Sonderziehungsrechte (SZR)

Entstehung und Vorgeschichte:

Unter dem Bretton Woods-System kam es zu einem wirtschaftlichen Wachstum, das höher war als die Zunahme der Goldproduktion. Um eine Verringerung ihrer Geldmenge und eine folgende Deflation zu verhindern, blieb den nationalen Zentralbanken nichts anderes übrig, als ihre Geldmengenerhöhung durch höhere Dollar-Reserven zu decken. Durch die Goldknappheit war die Möglichkeit einer Geldmengenerhöhung durch die Deckung einer erhöhten US-Geldmenge durch zusätzliches Gold ausgeschlossen gewesen.

Robert Triffin (Yale) schloß aus dem beobachteten Rückgang der weltweiten Währungsreserven relativ zum Welthandelsvolumen, daß die Versorgung mit internationaler Liquidität im Bretton Woods-System mit dem Dollar als Leitwährung langfristig nicht gewährleistet werden könne. Ausreichende internationale Liquidität könne nur bei anhaltendem Kapitalbilanzdefizit des Leitwährungslandes USA gewährleistet werden. Dies könne aber wegen der dann eventuell fehlenden Deckung des US\$ in Gold zum garantierten Paritätskurs von 35 Unzen pro US\$ einen Vertrauensverlust gegenüber dem US\$ und einen Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems auslösen. Eine ausgeglichene Kapitalbilanz der USA würde aber langfristig einen Mangel an internationaler Liquidität auslösen, wenn die Goldproduktion weiter langsamer wachsen würde als das gesamte Welthandelsvolumen. Als Alternative gab es noch die Möglichkeit einer Abwertung des US\$ in Gold (z.B. auf 30 Unzen pro US\$), was aber eine Vertrauenskrise wegen der Erwartung weiterer, zukünftiger Abwertungen und eine Inflation ausgelöst hätte.

Dieses *Triffin-Dilemma* ist letztlich auf die Verwendung nationaler Währungen (im Bretton Woods-System der US\$) als internationale Reservewährung zurückzuführen. Das Triffin-Dilemma bildete die theoretische Grundlage für die Einführung der Sonderziehungsrechte (SZR, *Special Drawing Rights* – SDR) als internationales Reservemedium im Rahmen des IWF (1969), um die bis dahin üblichen Reservarten (Gold, Devisen, Reserveposition im IWF) zu ergänzen.

Zuteilung:

Für die Zuteilung ist eine 85%ige Mehrheit im Gouverneursrat des IWF erforderlich (d.h. praktisch Vetorecht für USA und EU). Alle Länder, die teilnehmen wollen, erhalten eine Zuteilung entsprechend ihrer

IWF-Quote und müssen keine Gegenleistung dafür erbringen. Es gab mehrere Zuteilungsrunden, so 1970-72 und 1979-81. Auch Nicht-Mitglieder am IWF können teilnehmen. Theoretisch könnten die SZR nach gleichem Vorgehen auch wieder entzogen werden.

SZR sind reine Buchungseintragungen beim IWF und können nur im Besitz von offiziellen Währungsinstanzen und nicht von Privatpersonen sein. Die Zuteilung hat den Charakter einer Reservenschaffung, da die SZR einen Anspruch auf konvertible Währung darstellen. Dies geschieht im Rahmen der *Designierung*. Im Fall eines Finanzierungsbedarfs eines Landes benennt der IWF andere Teilnehmerstaaten, die gegen Annahme von SZR die gewünschten Devisen zur Verfügung stellen müssen. Der designierte Teilnehmer unterliegt der Ankaufsverpflichtung so lange, bis sein Bestand an SZR das Dreifache seiner Zuteilung erreicht hat. Da der Tausch mittlerweile freiwillig unter den IWF-Mitgliedern funktioniert, hat es seit 1987 keine Designierung durch den IWF mehr gegeben.

Wert der SZR:

Der Wert wird auf der Grundlage eines Währungskorbes ermittelt, der die Währungen der vier wichtigsten Industrienationen enthält (\$, £, Yen, brit. Pfund). Wert April 1999: 1 SZR = 1,35 US\$ bzw. 1,25 £.

Anfangs waren im SZR-Korb 19 Währungen, später 5, heute durch den Euro, den DM und FF ersetzt hat, nur noch 4. Die Gewichtung der Währungen wird alle fünf Jahre nach dem Anteil der Währung an den Weltexporten und ihrer Rolle als Reservewährung neu berechnet.

Kosten der Inanspruchnahme:

Zur Verwendung am Devisenmarkt müssen die SZR zuerst in Devisen getauscht werden.

Jeder Teilnehmer muß für seine kumulative Nettozuteilung an SZR (als Gebühren bezeichnete) Zinsen zahlen und erhält vom IWF auf den von ihm gehaltenen Bestand an SZR Zinsen. Da beide Zinssätze gleich hoch sind, heben sich die Zahlungen gerade auf, wenn ein Teilnehmer gerade so viel SZR hält, wie ihm zugeteilt wurden. Der Zinssatz berechnet sich aus dem gewichteten Durchschnitt der Zinsen für Dreimonatsanlagen auf den Geldmärkten der am Währungskorb beteiligten Länder (die Gewichtung ist mit der des SZR-Korbs identisch).

Allerdings hat der IWF durch Gebührenzahlungen seiner Mitglieder inzwischen einen beträchtlichen Bestand an SZR aufgebaut, so daß die meisten Länder Nettozahler sind.

Ökonomische Einordnung: Geld oder Kreditcharakter?

Grund für Geldcharakter: Entstehung durch Zuteilung; Kredite entstehen immer auf vertraglicher Basis.

Gründe für Kreditcharakter: Zahlung von Gebühren bzw. Zinsen für die Inanspruchnahme von SZR (wie bei einem ewigen Floater).

Grund für Währungsreservencharakter: Die SZR zählen zur internationalen Liquidität und zu den Währungsreserven eines Landes. Im Ertragssinn haben SZR keinen Unterschied zu anderen Währungsreserven. Solange sie nur gehalten werden, bringen sie Zinsen, bei Abbau der Reserven fallen diese Erträge weg.

SZR haben Währungscharakter, Währungsreservencharakter und Kreditcharakter.

Fazit:

Mit der Änderung der IWF-Statuten des Jahres 1978 wurde angestrebt, die SZR zum zentralen internationalen Reservemedium auszubauen. Ihr heutiger Anteil an den Weltwährungsreserven ist jedoch mit ca. 5% recht gering geblieben, da ihre Notwendigkeit durch den Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems und die Einführung flexibler Wechselkurse schnell wegfiel. Außerdem wurde das Spektrum der Reservewährungen durch DM (Euro) und Yen erweitert.

Heute werden SZR vor allem als Recheneinheit und Zahlungsmittel im IWF und im Zahlungsverkehr

zwischen dem IWF und seinen Mitgliedern verwendet. Außerdem dienen sie als Indikator.

SZR sind angesichts des Übergangs zu größerer Wechselkursflexibilität und der Existenz internationaler Kapitalmärkte praktisch überflüssig geworden.