

Harff, Christoph; Schneider, Stefan; Schularick, Moritz

Article — Digitized Version

## D-Mark-Bargeldumtausch in Osteuropa: Belastung für den Eurowechselkurs?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Harff, Christoph; Schneider, Stefan; Schularick, Moritz (2001) : D-Mark-Bargeldumtausch in Osteuropa: Belastung für den Eurowechselkurs?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 81, Iss. 9, pp. 513-518

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/40843>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Christoph Harff, Stefan Schneider, Moritz Schularick

## D-Mark-Bargeldumtausch in Osteuropa: Belastung für den Eurowechselkurs?

*Seit seiner Einführung 1999 entwickelte sich der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar im Trend negativ. Diese Schwäche des Euro wird in der wissenschaftlichen Diskussion unterschiedlich begründet. Welche Rolle spielt dabei der D-Mark-Bargeldumtausch in Osteuropa? Wird von diesen Bargeldbeständen im Verlauf der Euro-Einführung eine Gefahr ausgehen?*

In der aktuellen Diskussion um die Ursachen der anhaltenden Euro-Schwäche wird der Wertverlust des Euro mit dem Umtausch der extraterritorialen D-Mark-Bestände in US-Dollar vor Einführung des Euro-Bargeldes zum Jahresbeginn 2002 in Verbindung gebracht. Dabei wird die These aufgestellt, dass viele Osteuropäer und Türken, die die D-Mark als Transaktions- und Wertaufbewahrungsmittel schätzen und verwenden, dem unbekanntem Euro als bis dato „virtuelle“ Währung eher skeptisch gegenüberstehen, die Einzelheiten des Umtauschprozesses nicht durchschauen oder aber ihre illegalen D-Mark-Bestände nicht bei Banken „offiziell“ in Euro tauschen wollen. Daher würde der bevorstehende Bargeldaustausch zum Anlass genommen, so die Argumentation, das D-Mark-Bargeld zunächst einmal in US-Dollar umzutauschen, statt auf das Euro-Bargeld zu warten oder das D-Mark-Bargeld auf ein Konto einzuzahlen. Diese Nachfrageverschiebung in Osteuropa und der Türkei zugunsten des US-Dollar und die daraus resultierenden Bestandsveränderungen auf den Devisenmärkten seien ein wichtiger – manche Studien sagen sogar der wichtigste – Faktor zur Erklärung des schwachen Euro.

Eine Studie der Bundesbank von Mitte der 90er Jahre kam zum Ergebnis, dass sich etwa 30% bis 40% des D-Mark-Bargeldumlaufs im Ausland befin-

den könnten. Schreibt man diesen Anteil fort, so ergeben sich heute etwa 75 bis 100 Mrd. DM. Eine neuere Studie der Federal Reserve Bank kommt zu dem Ergebnis, dass sich sogar bis zu 70% des D-Mark-Bargeldumlaufs im Ausland befinden. Das Potential zum Umtausch von D-Mark in US-Dollar könnte also deutlich jenseits der 100 Mrd. DM liegen.

Der Umtausch von D-Mark-Bargeld in US-Dollar kann grundsätzlich Auswirkungen auf den Eurowechselkurs haben, wenn der Wechselkurs durch die Präferenzen für relative Bargeldbestände und geldnahe Zinstitel bestimmt wird. Auf Bargeld und geldnahe Zinstitel besitzen Notenbanken ein Monopol, also kontrollieren sie deren Preis. Nur der Wechselkurs kann unter diesen Bedingungen ein Portfoliogleichgewicht zwischen verschiedenen Währungsräumen herstellen. Unter der Annahme gesamtwirtschaftlich fixer Bargeldbestände führt so eine sinkende Nachfrage nach D-Mark-Bargeld relativ zum US-Dollar zwangsläufig zu einer Abwertung des Euro. Sollten also die vermuteten D-Mark-Bargeldbestände in Osteuropa und der Türkei in US-Dollar umgetauscht werden, so lässt sich – laut der obigen Wechselkursstheorie – damit die aktuelle Schwäche des Euro erklären.

### „D-Markisierung“ in Osteuropa und der Türkei

Infolge makroökonomischer Instabilität kam es nach dem Fall des Eisernen Vorhangs verstärkt in Osteuropa und der Türkei zum Phänomen der Währungssubstitution („Dollarisierung“/„D-Markisierung“), d.h. dem Gebrauch einer fremden Währung als Wertaufbewahrungs- und Transaktionsmittel. Fast alle Länder Osteuropas hatten in den 90er Jahren im Rahmen des

---

*Stefan Schneider, 40, Dipl.-Volkswirt, ist Leiter des Referats Makro-Trends bei Deutsche Bank Research in Frankfurt; Dr. Christoph Harff, 30, und Moritz Schularick, 26, M. Sc., sind Mitarbeiter bei Deutsche Bank Research.*

Transformationsprozesses mit schwerwiegenden wirtschaftlichen Ungleichgewichten zu kämpfen, die das Vertrauen der Bürger in den Wertbestand der eigenen Währung bzw. in die Sicherheit von Ersparnissen erschütterten:

□ Transformationsbedingte Preisliberalisierungen sowie expansive Geld- und Fiskalpolitiken haben vor allem in der ersten Hälfte der neunziger Jahre zu extrem hohen Inflationsraten geführt und die inländische Währung als Wertaufbewahrungsmittel diskreditiert.

□ Bankenkrise infolge instabiler und schlecht regulierter Finanzsektoren haben Einlagen bei den Geldinstituten als zu risikoreich erscheinen lassen. Auch der Zugriff des Staates auf Fremdwährungsguthaben bei heimischen Geschäftsbanken im Fall von Zahlungsbilanzkrisen (oder zur Finanzierung von militärischen Konflikten wie im ehemaligen Jugoslawien) haben dazu geführt, dass ausländisches Bargeld außerhalb des Bankensystems aufbewahrt wurde und wird.

Dass sogenanntes Matrazengeld noch heute eine wesentliche Rolle als Wertaufbewahrungsmittel in Osteuropa spielt, zeigt sich unter anderem an der Differenz von gesamtwirtschaftlichen Sparquoten der Länder und den Einlagen bei den Geschäftsbanken: Während die Bruttoersparnis in vielen Ländern Mitteleuropas etwa im EU-Durchschnitt liegt, betragen die gesamten Einlagen im Bankensystem nur etwa 20% des EU-Wertes. Diese Differenz ist partiell durch umfangreiche D-Mark- und US-Dollar-Bargeldbestände im „Sparstrumpf“ zu erklären, auch wenn andere Faktoren wie Kapitalflucht ebenfalls ein nennenswertes Ausmaß haben.

Neben der durch wirtschaftliche Instabilität hervorgerufenen Währungssubstitution sind auch der rege Handel in den Grenzregionen sowie die Benutzung der D-Mark als offizielles Zahlungsmittel im Kosovo und in Montenegro Gründe für die hohe D-Mark-Bargeldhaltung in Osteuropa. In den deutsch-polnischen und deutsch-tschechischen Grenzregionen wird die D-Mark aus praktischen Gründen im Rahmen des normalen „cash-flow“ in erheblichem Umfang von der Bevölkerung gehalten. In geringerem Maße gilt dies auch für den österreichischen Schilling in Mitteleuropa und die finnische Mark im Baltikum sowie in Russland.

### D-Mark-Bestände in Osteuropa

Zur Aufteilung des Betrages auf die einzelnen Länder fehlen detaillierte quantitative Erkenntnisse. Dennoch lassen sich einige begründete Annahmen treffen (vgl. Tabelle 1). Der größte Teil des Geldes dürfte

**Tabelle 1**  
**Schätzung der D-Mark-Bargeld-Bestände**  
**in Osteuropa und der Türkei**  
(in Mrd. DM)

Türkei	15-25
Kroatien	4-6
Serbien	5
Russland	4-5
Tschechien	3
Polen	2-4
Ungarn	2
Kosovo	2
Bulgarien	1-2
Bosnien	1-2
Mazedonien	1
Montenegro	<1
Slowenien	<1
Slowakei	<1
Rumänien	<1
Baltische Länder	<1
Summe	44-61

Quellen: Feige et al.: Currency Substitution, Unofficial Dollarisation and Estimates of Foreign Currency Held Abroad, unveröffentlichtes Research Paper, Hrvatska Narodna Banka/Kroatische Nationalbank 2001; Thomas J. T. Ballin o et al.: Monetary Policy in Dollarised Economies, IMF Occasional Paper 171, 1999; inoffizielle Schätzungen von Zentralbanken und internationalen Organisationen; eigene Annahmen.

durch die langjährigen Heimtransfers seitens türkischer Beschäftigter in Deutschland und durch den Umtausch von Touristen auf die Türkei entfallen. Für einen hohen D-Mark-Bargeldanteil in der Türkei spricht, dass nach Angaben der Bundesbank etwa 20% der Rückflüsse gebrauchter Banknoten von dort stammen.

In Polen und Tschechien spielt die D-Mark als Transaktionswährung in den Grenzgebieten eine große Rolle. Als Wertaufbewahrungsmittel hat die D-Mark in Tschechien im Zuge der Bankenkrise von 1997 an Bedeutung gewonnen. In Polen gilt zwar der US-Dollar als meistgebrauchtes Zloty-Substitut, man kann aber dennoch davon ausgehen, dass der Anteil der D-Mark am Fremdwährungsbestand relativ groß ist. Allgemein gilt aber, dass in den am weitesten fortgeschrittenen Reformländern der D-Mark-Bestand bereits seit einiger Zeit rückläufig sein dürfte, was in erster Linie mit der makroökonomischen Stabilisierung und den Reformerfolgen im Finanzsystem erklärt werden kann. So gibt es deutliche Anzeichen, dass sich die D-Mark-Bestände in Ungarn und der Slowakei in den letzten vier Jahren verringert haben und

auch in Tschechien seit dem Höhepunkt während der Finanzkrise von 1997 wieder rückläufig sind. In Slowenien scheint der traditionell relativ hohe D-Mark-Bestand stabil zu bleiben.

Relativ zur Wirtschaftskraft der Länder spielt die D-Mark auf dem Balkan die wichtigste Rolle. Der D-Mark-Umlauf in Kroatien liegt etwa doppelt so hoch wie der der Landeswährung Kuna (ca. 6 Mrd. DM). Gemessen am Umlauf der Landeswährungen ist die „D-Markisierung“ in Bosnien, Mazedonien und Bulgarien aufgrund der wirtschaftlichen und politischen Unsicherheiten noch intensiver. Freilich dürfte der Gesamtbetrag angesichts der geringen Wirtschaftskraft dieser Länder unterhalb von 5 Mrd. DM liegen. In Serbien laufen nach Schätzungen der Nationalbank ebenfalls etwa 5 Mrd. DM um. Im Kosovo und in Montenegro ist die D-Mark gesetzliches Zahlungsmittel. Dennoch gibt es nur ungenaue Schätzungen, die bei 2 Mrd. DM für das Kosovo sowie von bis zu 1 Mrd. DM für Montenegro liegen. In beiden Ländern wird der Euro zum 1.1.2002 die D-Mark als Zahlungsmittel ersetzen. Die montenegrinische Zentralbank und die UNO im Kosovo haben bereits mit den Vorbereitungen für den geregelten D-Mark-Euro-Umtausch begonnen.

In Russland und der Ukraine, aber auch in weiten Teilen Rumäniens ist nicht die D-Mark, sondern der US-Dollar die klar vorherrschende Parallelwährung. Schätzungen gehen hier davon aus, dass etwa 90% bis 95% des Bestands an ausländischen Währungen auf den US-Dollar entfallen. Dennoch dürften angesichts der Größe der Länder nominal erhebliche D-Mark-Bestände gehalten werden.

### Legales oder illegales Geld?

In der Frage, ob es sich beim D-Mark-Bargeld in Osteuropa in erster Linie um legales oder illegales Geld handelt, spricht vieles dafür, dass der überwiegende Teil „legales“ Transfergeld von Familienangehörigen (vor allem von Türken, Kroaten und Serben) ist, die in Deutschland arbeiten. Auch durch den legalen Grenzhandel und den Tourismus dürften erhebliche D-Mark-Summen legal in die mitteleuropäischen Länder geflossen sein.

Selbstverständlich wird ein gewisser Teil der D-Mark in Osteuropa aus der Schattenwirtschaft oder gar aus kriminellen Aktivitäten (Drogenhandel, Autodiebstahl, Schmuggel) stammen. Auf dem Balkan haben sowohl die Schattenwirtschaft (ca. 30% des BIP) als auch die organisierte Kriminalität ein erhebliches Ausmaß angenommen, nicht zuletzt begünstigt durch

die Machenschaften der ehemaligen Regierungen Serbiens und der bosnischen Teilrepubliken. Dennoch dürften die illegal „erwirtschafteten“ D-Mark auf dem Balkan im Vergleich zu den in der Schattenwirtschaft und der organisierten Kriminalität erwirtschafteten Dollar in den dollarorientierten GUS-Staaten relativ gering sein. Obwohl die D-Mark als Transaktionsmittel für die Schattenwirtschaft und organisierte Kriminalität in Jugoslawien, Mazedonien, Bosnien und Albanien mit Sicherheit eine bedeutende Rolle spielt und ein geregelter Umtausch über das Bankensystem wohl in vielen Fällen nicht in Frage kommt, sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass das kumulierte BIP dieser Länder nur rund 20 Mrd. Euro beträgt und damit das Potential illegaler Gewinne deutlich geringer ist als in der GUS.

Trotz erheblicher Unsicherheiten im Detail spricht unter dem Strich vieles dafür, dass der überwiegende Teil der in Osteuropa und der Türkei gehaltenen D-Mark legales Wertaufbewahrungsmittel von Privatleuten ist. Diese wiederum haben – die entsprechende Information über die Modalitäten des Umtauschs und den Wertbestand ihrer D-Mark-Noten vorausgesetzt – keinen Grund, von der D-Mark in den US-Dollar zu wechseln.

### Empirische Fakten

Die Plausibilität der insbesondere von Hans-Werner Sinn (Ifo-Institut, München)<sup>1</sup> vertretenen These, dass D-Mark-Bargeld Rückflüsse aus Osteuropa und der Türkei den schwachen Euro erklären, muss letztlich anhand der empirischen Fakten gemessen werden. Ein Sortenwechsel von D-Mark in US-Dollar sollte über Rückflüsse aus dem Ausland an die Deutsche Bundesbank zu rückläufigen D-Mark-Bargeldbeständen führen. In der Statistik der Bundesbank ist tatsächlich ein rückläufiger D-Mark-Bargeldumlauf zu beobachten, allerdings erst seit November 2000 (vgl. Abbildung 1). Der ungewöhnlich starke Rückfluss von 500- und 1000-DM-Scheinen scheint die These zu bestätigen, dass sogenanntes „Matratzengeld“ nach Deutschland zurückfließt<sup>2</sup>. Dieser Rückfluss kann aber auch aus dem Inland stammen.

Die Quellen dieser Rückflüsse sind nicht festzumachen. Die Umlaufgeschwindigkeit der Bargeldbe-

<sup>1</sup> H.-W. Sinn: Das Geld, das aus der Matratze kommt, in: Süddeutsche Zeitung vom 6.4.2001; sowie H.-W. Sinn, F. Westermann: Why has the Euro been falling?, CESifo Working Paper, Nr. 493, Mai 2001.

<sup>2</sup> In den Niederlanden nimmt der Umlauf von 1000-Gulden-Scheine ebenfalls massiv ab, jedoch stammen die Scheine vorwiegend aus dem Inland.

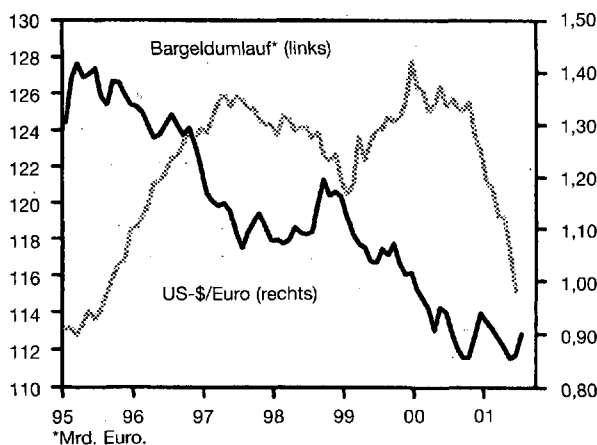
stände (Bruttoinlandsprodukt relativ zum Bargeldbestand) steigt bereits seit 1997 deutlich an (vgl. Abbildung 2). Das unterproportionale Wachstum der D-Mark-Bargeldbestände im Vergleich zur BIP-Entwicklung könnte durch stetige Rückflüsse aus Osteuropa und der Türkei hervorgerufen werden. Allerdings könnte auch ein vermehrter Einsatz des bargeldlosen Zahlungsverkehrs dafür verantwortlich sein. Der absolute Rückgang des deutschen Bargeldumlaufs zwischen November 2000 und Juni 2001 betrug knapp 8,5 Mrd. Euro bzw. 16,5 Mrd. DM. Davon sind durch die gemeinsame „Schlafmünzenaktion“ der Bundesbank und der Banken ca. 1,5 Mrd. DM aus dem Geldumlauf zurückgeführt worden.

**Gründe gegen einen vermehrten Bargeldumtausch**

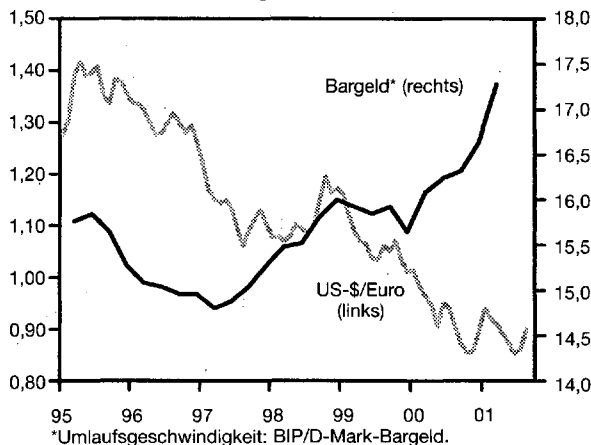
Es existiert also empirische Evidenz für einen rückläufigen bzw. sich unterproportional entwickelnden D-Mark-Bargeldumlauf während der Schwächephase des Euro. Es gibt jedoch sowohl praktische als auch statistische Gründe, die gegen eine Euro-Schwächung durch den vermehrten D-Mark-Bargeldumtausch in US-Dollar sprechen<sup>3</sup>:

□ *Zu enge Abgrenzung der relevanten Geldmenge?* Für die Wechselkursbildung ist nicht notwendigerweise nur der Bargeldumlauf von Bedeutung, sondern womöglich ein breiter gefasstes Geldmengenaggregat. Peter Bofinger (Universität Würzburg) weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass bei einer portfolioorientierten Wechselkursbildung nicht nur der D-Mark-Bargeldumlauf in Höhe von zur Zeit 115 Mrd. Euro Relevanz besitzt, sondern das Euroland M3-Geldmengenaggregat in Höhe von ca. 5300 Mrd. Euro. Schwankungen in der deutschen Bargeldhaltung spielen dann nur eine untergeordnete Rolle. Die sinkende Umlaufgeschwindigkeit von M3 zeichnet den Wertverlust des Euro gut nach (vgl. Abbildung 3). Das überproportionale Wachstum von M3 könnte also – gemäß der monetären Wechselkurstheorie – für die Euroschwäche verantwortlich sein. Dieser in der Literatur verbreitete Ansatz widerspricht allerdings der Argumentation von Hans-Werner Sinn. Ein schwächeres

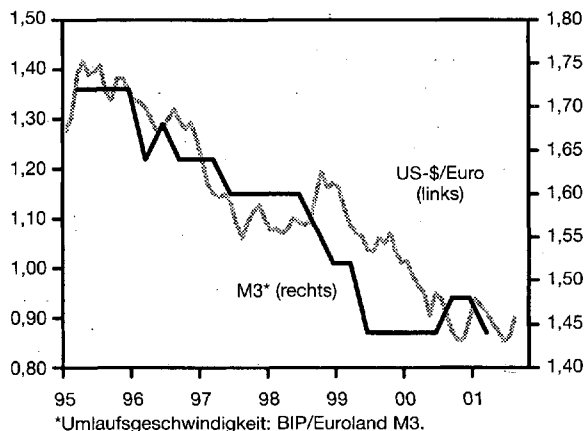
**Abbildung 1**  
**D-Mark-Bargeld und US-\$/Euro**



**Abbildung 2**  
**Umlaufgeschwindigkeit D-Mark-Bargeld und US-\$/Euro**



**Abbildung 3**  
**Umlaufgeschwindigkeit Euroland-M3 und US-\$/Euro**



<sup>3</sup> Zur Kritik an der Sinn-These siehe P. Bofinger: Regeln für eine neue Währung, Schwäche des EU-Geldes lässt sich psychologisch erklären, in: Süddeutsche Zeitung vom 9.4.2001; und Bundesbankpräsident E. Welteke im Protokoll der Pressekonferenz der Deutschen Bundesbank am 25. Juni 2001; sowie das Zeitgespräch „Warum ist der Euro so schwach?“ mit Beiträgen von Renate Ohr, Joachim Starbatty und Peter Bofinger, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 81. Jg. (2001), H. 7, S. 371-379; sowie die Diskussion „Kann die Einführung des Euro-Bargelds die europäische Währung stabilisieren?“, in: ifo Schnelldienst, 13/2001.

Wachstum der Geldmenge führt ceteris paribus aufgrund der veränderten relativen Knappheiten zu einer Aufwertung des Euro und nicht, wie bei Sinn unterstellt, zu einer Abwertung.

□ *Legales Bargeld durch Sichteinlagen substituiert:* Trotz einer Verunsicherung der Bevölkerung in Osteuropa und der Türkei dürfte nur ein Teil der Bargeldrückflüsse in US-Dollar getauscht worden sein. Legales Bargeld – ob exterritorial oder territorial – muss nicht zwangsläufig in US-Dollar getauscht, sondern kann ohne Probleme als Sichteinlagen bei Banken gutgeschrieben werden. Die inländischen Sichteinlagen sind seit November 2000 wesentlich stärker angestiegen (45 Mrd. Euro bzw. 87 Mrd. DM) als der D-Mark-Bargeldumlauf gesunken ist, was zumindest für das Inland gegen eine Flucht aus der D-Mark spricht (vgl. Abbildung 4). Der deutsche Beitrag zum Euroland-Geldmengenaggregat M1 ist dementsprechend gestiegen (vgl. Abbildung 5)<sup>4</sup>.

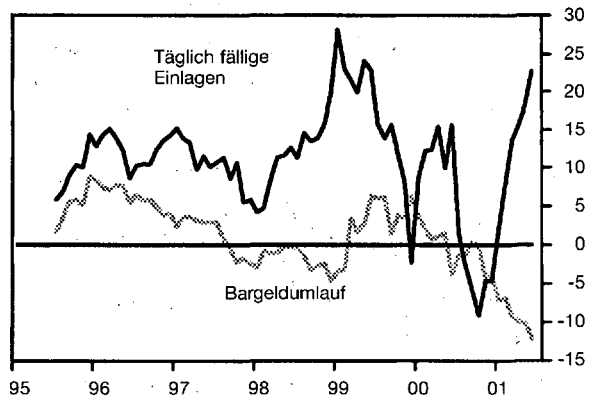
□ *Bargeldumlauf allgemein rückläufig:* Rückläufige Bargeldbestände sind kein rein deutsches Phänomen. In Euroland geht insgesamt der Bargeldumlauf zurück, wobei der D-Mark-Bargeldumlauf allerdings überproportional sinkt. Der euroland-weite Wechsel von Bargeld in Einlagen ist ein weiteres Zeichen dafür, dass ein Großteil der zurückfließenden D-Mark-Bargeldbestände wohl nicht aus Osteuropa und der Türkei, sondern von Inländern stammen.

□ *Umtausch kostenintensiv:* Ein Umtausch von D-Mark-Bargeld in US-Dollar ist aufgrund der überwiegend recht hohen Tauschgebühren (bei Banken und Wechselstuben) zumindest für legale D-Mark-Bestände wenig attraktiv. Zusätzliches Risiko entsteht durch das Abwertungspotential des US-Dollar und die höhere Fälschungsunsicherheit des alten Greenback<sup>5</sup>.

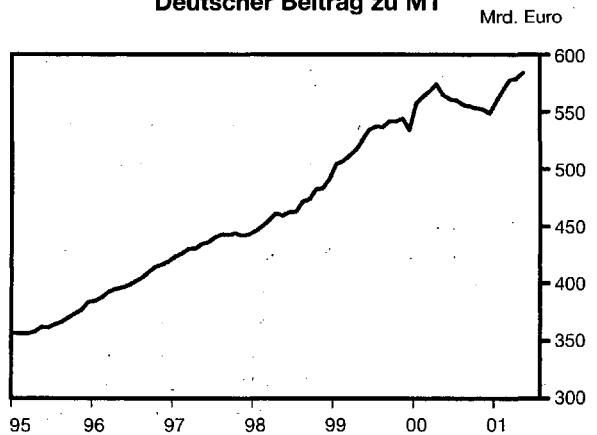
□ *Geringe Volumina:* Bundesbankpräsident Ernst Welteke weist darauf hin, dass die bisherigen Volumina des Umtauschs von Bargeldbeständen zu gering sind, um den Devisenmarkt nachhaltig zu beeinflussen. Seit 1997 verzeichnete Euroland einen Nettoabfluss von Wertpapiieranlagen von gut 360 Mrd. Euro – ein Vielfaches der gesamten D-Mark-Bargeldbestände im Ausland, selbst wenn man es mit den höchsten Schätzungen vergleicht.

□ *Zeitliche Inkonsistenz:* Die D-Mark verliert bereits seit 1995 an Wert gegenüber dem US-Dollar, während der relative D-Mark-Bargeldbestand gegenüber dem US-Dollar-Bargeld bis einschließlich 1996 noch gestiegen bzw. stabil geblieben ist (vgl. Abbildung 6). Auch der Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit der Bargeldhaltung lässt sich zeitlich nicht ohne weiteres

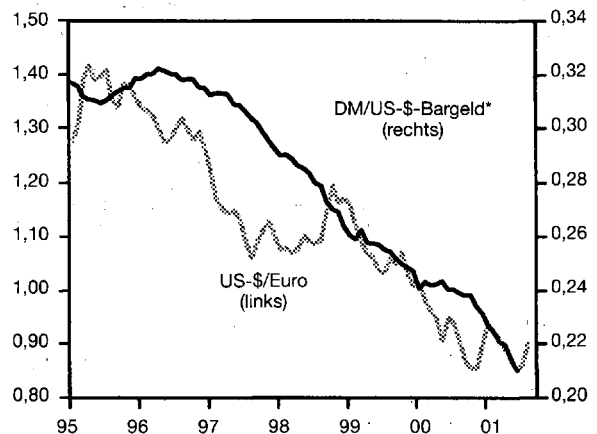
**Abbildung 4**  
**Bargeld und täglich fällige Einlagen in Deutschland**  
(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)



**Abbildung 5**  
**Deutscher Beitrag zu M1**



**Abbildung 6**  
**DM/US-\$-Bargeld und US-\$/Euro**



\* DM-Bargeld relativ zu US-\$-Bargeld.

mit der Abwertung des Euro in Verbindung bringen. Sie ist bis 1997 noch gesunken. Vor allem zeigt der Euro bereits seit einem Jahr keinen klaren Trend mehr – die Umtauschthese hätte aber eigentlich zu einem verstärktem Abwärtstrend führen müssen.

□ *Relevanter Ansatz zur Erklärung des Wechselkurses?* In einer aktuellen empirischen Untersuchung des IWF haben Nettokapitalströme im Aktienbereich (Portfolio- und Direktinvestitionen), erwartete Wachstumsdifferenzen und Zinsdifferenzen einen signifikanten Einfluss auf den Wechselkurs gezeigt (vgl. Tabelle 2). Somit ist fragwürdig, ob der Umtausch von D-Mark-Bargeld in US-Dollar einen so dominanten Einfluss auf den Wechselkurs hat wie von Hans-Werner Sinn behauptet.

□ *Generelle Schwäche des Euro:* Der Euro hat sich nicht nur – wie von der Umtauschthese unterstellt – gegenüber dem US-Dollar abgeschwächt, sondern auch gegenüber Währungen, in welche kaum ein Bargeldumtausch stattgefunden haben sollte.

### Perspektiven

Auch im weiteren Verlauf der Euro-Einführung dürfte von den D-Mark-Beständen in Osteuropa und der Türkei kaum eine ernsthafte Gefahr für den Euro-Wechselkurs ausgehen. Zwar wird es weiterhin zum Umtausch von D-Mark-Bargeld in US-Dollar kommen. Aber das tatsächliche Volumen wird gegenüber den Kapitalmarktströmen voraussichtlich nicht ins Gewicht fallen. Dafür spricht, dass die Bundesbank für diese Länder umfangreiche Informationsmaßnahmen vorbereitet, wobei sie eng mit den nationalen Regierungen und Notenbanken sowie mit lokalen Banken zusammenarbeitet<sup>4</sup>. Eine zentrale Botschaft ist, dass das D-Mark-Bargeld nach dem Februar 2002 nicht ungültig wird, sondern – unbefristet – bei der Bundesbank via lokale Kooperationsbanken eingelöst werden kann. Für Halter legaler D-Mark-Bargeldbestände in Osteuropa und der Türkei besteht demnach keinerlei Grund, übergangsweise in US-Dollar zu tauschen.

<sup>4</sup> Geld aus der EWU-Schattenwirtschaft scheint also nicht – wie von Sinn unterstellt – größtenteils in US-Dollar getauscht, sondern in nennenswerterem Umfang in Einlagen „geparkt“ zu werden. Das dürfte vor allem kleinere Einzelbeträge betreffen, bei denen eine Einzahlung auf Bankkonten problemlos möglich ist.

<sup>5</sup> Seit 1998 werden neue und stärker fälschungsgesicherte 5-, 10-, 20-, 50- und 100-US-Dollarscheine emittiert.

<sup>6</sup> So bereitet die Bundesbank unter anderem Informationsbroschüren und –poster in den jeweiligen Landessprachen vor, die vor dem Beginn der Euro-Bargeldversorgung in Drittländer ab dem 1.12.2001 verteilt werden sollen. Siehe auch die speziellen Pressekonferenzen „DEM-Bargeld-Umtausch in Osteuropa und der Türkei“ der Bundesbank in Frankfurt und Berlin im Juni 2001.

Tabelle 2

### Das US-Dollar/Euro-Wechselkurs-Modell des IWF

	Euroland Koeffizient
Leistungsbilanz & Kapitalströme	
Leistungsbilanz	-
Kapitalbilanz	
Netto-Anleihenflüsse	+
Netto-Aktienflüsse	++
Ausländ. Direktinvestitionen	+
Traditionell zugrundeliegende Faktoren	
Langfristiges Zinsdifferential	++
Kurzfristiges Zinsdifferential	+
Wachstumsdifferenzen	+
Alternative zugrundeliegende Faktoren	
Relative Aktienentwicklung	-
Relative Wachstumserwartungen	++

Anmerkungen: ++, +, und - bedeuten, dass der Koeffizient das richtige Vorzeichen hat und signifikant ist, das richtige Vorzeichen hat und insignifikant ist, bzw. das falsche Vorzeichen hat und insignifikant ist. Die Gleichungen regressieren die logarithmische Veränderung des bilateralen Wechselkurses auf eine Konstante und die erklärenden Variablen mittels Quartalsdaten ab 1988.

Quelle: IMF: International Capital Markets, Juli 2001, S. 72.

Der D-Mark-Bargeldumlauf dürfte bis zum Jahresende weiter zurückgehen. Während der Bargeldaus-tauschphase im Januar/Februar 2002 ist vorübergehend aufgrund der Erstausstattung mit Eurobanknoten und -münzen mit einer erhöhten Bargeldhaltung zu rechnen. Außerhalb Eurolands dürfte es – ähnlich wie bei der D-Mark – künftig eher erhöhte Nachfrage nach Euro-Bargeld geben. Dafür spricht, dass der Euro mit der Bargeldeinführung erst zu einer realen Währung wird, die auch für die Menschen in Osteuropa und der Türkei als binnenstabile Währung erlebbar wird. Allerdings gilt auch in dem Fall einer exterritorialen Nachfrage nach Euro-Bargeld, dass der Wechselkurs zum US-Dollar davon nur wenig beeinflusst werden sollte.

### Fazit

Die in Osteuropa und der Türkei und in Euroland zu beobachtende Umschichtung von D-Mark-Bargeld in Einlagen und – in einem deutlich geringeren Umfang – andere Valuta, vor allem US-Dollar, hängt eindeutig mit der bevorstehenden Einführung des Euro-Bargeldes zusammen und kann zur aktuellen Schwäche des Euro beigetragen haben. Allerdings sind die relevanten Volumina so gering, dass sie bestenfalls geringe Auswirkungen auf die Entwicklung des Eurowechselkurses haben sollten.