

David F. Milleker,

## Die Euroschwäche: Ein konjunkturpolitischer Erklärungsansatz

*Die Schwäche des Euro insbesondere gegenüber dem US-Dollar wird üblicherweise auf die mangelnde Politikkonsistenz und Transparenz der Europäischen Zentralbank sowie auf die fehlende Reformfähigkeit und Reformwilligkeit der europäischen Regierungen einerseits und auf strukturelle Wachstumsunterschiede zwischen den USA und dem Euro-Raum andererseits zurückgeführt. Kann die Euroschwäche auch konjunkturpolitisch erklärt werden?*

Seit seiner Einführung als offizielle Währung im Januar 1999 hat der Euro gegenüber nahezu allen Drittwährungen erheblich an Außenwert eingebüßt. Das gilt in besonderem Maße gegenüber dem US-Dollar. Lag der Kurs bei Einführung der gemeinsamen Währung im Monatsmittel noch bei 1,161 US-\$ je €, so ist er inzwischen im Monatsmittel (Stand September 2000) auf 0,87 US-\$/€ abgerutscht (siehe Tabelle 1) und erreichte nach der Erklärung des EZB-Präsidenten Duisenberg, dass weitere Interventionen aufgrund der Nahost-Krise „unwahrscheinlich“ seien, Ende Oktober einen neuen historischen Tiefstand von 0,8252 US-\$/€.

Freilich ist bei dieser Betrachtung festzustellen, dass der Verlust des Außenwertes nicht kontinuierlich verlief. Vielmehr blieb der Wechselkurs zunächst gegenüber allen Drittwährungen (mit Ausnahme des Yen) bei nur leichter Abwertungstendenz in Richtung Kaufkraftparität im Verlauf des Jahres 1999 relativ stabil, erst ab November 1999 kam es zu einem deutlichen Kursrutsch<sup>1</sup>.

Die Stärke dieser Entwicklung hat die meisten Analysten überrascht und viele Euro-Kritiker in ihrer Überzeugung bestärkt, dass es sich beim Euro um eine Weichwährung handelt.

Im Folgenden sollen zunächst die beiden in der wirtschaftspolitischen Debatte vorherrschenden Erklärungsansätze kurz dargestellt und auf ihren Gehalt untersucht werden. Dabei handelt es sich zum einen um den polit-ökonomischen Ansatz, welcher auf „weiche“ Faktoren wie die Intransparenz der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und/oder die mangelnde politische Reformfähigkeit im Euro-Raum abstellt, zum anderen um den realwirtschaftlichen Ansatz, welcher auf den strukturellen Wachstumsvorsprung der USA verweist.

Dieser Beitrag fügt diesen Erklärungsansätzen einen konjunkturpolitischen hinzu, der einerseits auf die immer noch deutlich vorhandenen zyklischen Unterschiede zwischen den europäischen Kernländern (Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Luxemburg, Niederlande und Österreich) und den Peripherieländern (Finnland, Irland, Portugal und Spanien) und andererseits auf den Angebotsschock durch den Anstieg der Ölpreise abstellt.

Abschließend werden die Politikoptionen der EZB, die sich aus dieser Betrachtung ergeben – insbesondere die Wirksamkeit von währungspolitischen Interventionen<sup>2</sup>, wie sie in letzter Zeit stattgefunden haben, bzw. eines faktischen Ausschlusses einer Intervention im Falle eines weiteren Ölpreisanstiegs, wie sie am 16. Oktober in einem Zeitungsinterview Duisenbergs zum Ausdruck kam<sup>3</sup> –, auf ihre Wirksamkeit zur Überwindung der Euroschwäche diskutiert.

### Polit-ökonomische Erklärungsansätze

Zu den am häufigsten vorgebrachten Erklärungsgründen für die Euroschwäche gehört die Kritik an der Politik der EZB selbst. Diese sei inkonsistent und intransparent, so etwa weil sie sich nicht systematisch auf einen bestimmten Ansatz in der Geldpolitik (Geldmengen- vs. Inflationsziel) festlege, sondern einen Systemmix praktiziere, ihre makroökonomischen Zielvorstellungen diffus seien und sie zudem nicht die Protokolle ihrer Zentralbanksitzungen veröffentliche<sup>4</sup>.

Diese Vorwürfe ergeben sich – zumindest teilweise – fast zwangsläufig aus der Tatsache, dass die EZB

<sup>1</sup> Europäische Zentralbank: Monatsbericht Oktober 2000, Statistischer Anhang, Tabelle 10, Frankfurt 2000.

<sup>2</sup> Europäische Zentralbank: The ECB announces joint intervention in the exchange markets, Pressemitteilung vom 22.9.2000, <http://www.ecb.int>.

<sup>3</sup> O.V.: Zip it, Wim, in: The Economist vom 21.10.2000, S. 105-106.

<sup>4</sup> Bernhard Winkler: Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making, ECB Working Paper 26, Frankfurt 2000.

*David F. Milleker, 29, Dipl.-Volkswirt, ist Mitarbeiter am Frankfurter Institut – Stiftung Marktwirtschaft und Politik in Bad Homburg.*

**Tabelle 1**  
**Außenwert des Euro (Auslandswahrung je €)**  
**gegenüber Drittwährungen**

	Jan. 1999	Sept. 2000	Abwertung in %	Kaufkraft- paritaten- schätzung der OECD
US-Dollar	1,161	0,872	24,8	1,066
Japan. Yen	131,3	93,1	29,1	170,576
Pfund Sterling	0,703	0,608	13,5	0,717
Schweizer Franken	1,605	1,531	4,6	2,079

Quellen: EZB: Monatsbericht Oktober 2000, Statistischer Anhang, Tabelle 10, Frankfurt a.M. 2000; OECD: Main Economic Indicators, Paris 1999; eigene Berechnungen.

selbst und die einheitliche Geldpolitik an sich einen Neuigkeitswert haben. Dies gilt insbesondere deshalb, weil mit der Einführung des Euro als gemeinsamer Währung nun auch die Austauschverhältnisse im Europäischen Binnenmarkt endgültig festgeschrieben worden sind, während selbst in den 90er Jahren noch erhebliche Schwankungen zwischen den Währungen des heutigen Euro-Gebietes stattgefunden haben<sup>5</sup>. So sank etwa der Wechselkurs des Euro-Vorläufers ECU zur DM zwischen 1991 und 2000 von 2,05 auf 1,96, während der zur italienischen Lira im gleichen Zeitraum von 1533,21 auf 1936,2 stieg<sup>6</sup>.

Anders verhält es sich freilich mit dem – etwas pauschalen – Vorwurf der Intransparenz, da nicht klar ist, was mit dieser Forderung gemeint ist. Denn sicherlich kann es hierbei wohl kaum darum gehen, alle der Zentralbank vorliegenden Informationen einfach der Öffentlichkeit verfügbar zu machen. Und selbst wenn aus Sicht des volkswirtschaftlichen Analysten eine offenelegte und einfache Reaktionsfunktion der Zentralbank wünschenswert erscheinen mag, so wird dies weder diskretionäre Spielräume ausschließen können, noch ist es in jedem Fall wünschenswert. Diese Argumentation wird wohl erst mit der Zeit nachlassen, wenn sich aus einer genaueren Erfahrung mit den Instrumenten und der Politik der EZB ein hinreichendes Vertrauen aufgebaut hat<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Jörg Hinze: Does a Weak Euro Signify Poor Competitiveness of the Euro Zone?, in: INTERECONOMICS, Vol. 35 (2000), Heft 4.

<sup>6</sup> Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen): Die EU-Wirtschaft – Jahresbilanz 1999, Anhang Tabellen 4 und 5, Brüssel 1999.

<sup>7</sup> Vgl. etwa Hans Gersbach: Grenzen der Transparenz von Zentralbanken, Vortrag auf der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik am 21.9.2000 in Berlin; sowie Martin Ellison, Natacha Valla: Learning, Uncertainty and Central Bank Activism in an Economy with Strategic Interactions, ECB Working Paper 28, Frankfurt 2000.

<sup>8</sup> Vgl. etwa Friedrich Heinemann: Die Theorie der optimalen Währungsräume und die politische Reformfähigkeit – ein vernachlässigtes Kriterium, ZEW Discussion Paper 98-02, Mannheim 1998.

Ein weiteres polit-ökonomisches Argument zur Erklärung der Euroschwäche ist der mangelnde Reformwille der europäischen Regierungen, insbesondere bei der Deregulierung der Produkt- und Arbeitsmärkte, auf die gerade angebotsorientierte Ökonomen mit Nachdruck hinweisen. Das Argument der Reformfähigkeit, das nicht Teil der Maastricht-Kriterien war, spielte in der wirtschaftspolitischen Diskussion freilich schon vor der Euro-Einführung eine bedeutende Rolle<sup>8</sup>. Dabei wird insbesondere darauf verwiesen, dass für die Funktionsfähigkeit einer einheitlichen Währung bei strukturell verschiedenen Volkswirtschaften eine hohe reale Anpassungsfähigkeit, insbesondere auf den Faktormärkten, zwingend erforderlich sei<sup>9</sup>. Dieses grundsätzliche Argument kann und soll hier nicht in Zweifel gezogen werden.

Dennoch scheint auch dieser polit-ökonomische Erklärungsansatz nur in Maßen plausibel. Denn zum einen kann Reform(un)fähigkeit nicht quantifiziert werden<sup>10</sup>, so dass sie immer und zu jeder Zeit postuliert werden kann, zum anderen wird die Wirtschaftspolitik seit einem knappen Jahr – also genau zu dem Zeitpunkt, als der Euro zu rutschen begann – sowohl in der internationalen Presse als auch von den internationalen Institutionen deutlich positiver wahrgenommen als zuvor<sup>11</sup>. Dass die Wahrnehmung der Reformunfahigkeit der Teilnehmerstaaten an der Wahrungunion einen negativen Effekt auf den (tagesaktuellen) Wechselkurs haben könnte, kann man freilich nicht völlig von der Hand weisen. Aber es scheint wenig plausibel, dass eine solche Wahrnehmung allein für einen monatelangen Abtrieb des Euro sorgen kann.

### Realwirtschaftliche Erklärungsansätze

Deutlich plausibler als die beiden polit-ökonomischen Erklärungsansätze erscheinen die realwirtschaftlichen Erklärungsansätze, die etwa auf den nachhaltigen und dauerhaften Wachstums- und Zinsunterschied zwischen den USA und Europa hinweisen<sup>12</sup>. Denn in der Tat sind die zugrundegelegten Unterschiede nicht von der Hand zu weisen, selbst wenn

<sup>9</sup> Vgl. etwa Rüdiger Soltwedel: Rigidities on European Labor Markets: A Threat to EMU and the Re-organization of Firms, Vortrag auf der Tagung Beschäftigungspolitik in Europa des Frankfurter Instituts – Stiftung Marktwirtschaft und Politik, 8./9. Juni 2000 in Feldafing; Norbert Berthold, Rainer Fehn, Eric Thode: Real Wage Rigidities, Accommodative Demand Policies, and the Functioning of EMU, in: Weltwirtschaftliches Archiv 1999/4, S. 545-571.

<sup>10</sup> Jörg Hinze, a.a.O.

<sup>11</sup> Vgl. beispielsweise o.V.: Euroshambles, in: Economist vom 16.9.2000, S. 21-22; OECD: Wirtschaftsausblick, Dezember 1999, Paris 1999; oder IMF: World Economic Outlook 2000 (Internet Advance Copy), Washington 2000, S. 18-21.

<sup>12</sup> Vgl. etwa Jörg Hinze, a.a.O.; Michael Grömling: Hintergründe der Euro-Abwertung, in: IW-Trends, 2000/3; Renate Ohr: Der Kurs des Euros wird in nächster Zeit kaum steigen, in: Handelsblatt vom 18./19.8.2000.

die gegenwärtig zu beobachtende Abwertung des Euro deutlich über dem liegt, was aufgrund einer empirischen Schätzung zu erwarten gewesen wäre<sup>13</sup>.

Eine genauere Betrachtung der Zahlungsbilanz der Euro-Region lässt jedoch Zweifel daran aufkommen, ob die Wachstums- und Zinsunterschiede eine hinreichende Erklärung bieten. Denn zum einen fällt der Kursverfall des Euro zeitlich genau mit einer Schließung beider Lücken zusammen<sup>14</sup>, zum anderen wäre bei Zugrundelegung dieser Erklärung eigentlich zu erwarten, dass es zu einem vermehrten Abfluss von Kapital in Form von Direktinvestitionen aus dem Euro-Raum kommt. Genau dies ist jedoch nicht der Fall: Vielmehr verzeichnet der Euro-Raum nach (im Monatsdurchschnitt) Abflüssen von Direktinvestitionen von per saldo 8,55 (1998) und 11,57 (1999) Mrd. € in den ersten sieben Monaten dieses Jahres per Saldo Zuflüsse von Direktinvestitionen von (im Monatsdurchschnitt) per saldo 21,42 Mrd. €. Wesentlich beschleunigt hat sich dagegen gegenüber den Vorjahren der Kapitalabfluss in Form von fungiblen Kapitalanlagen wie Wertpapieren und Finanzderivaten<sup>15</sup>. Das Kapital wird also nicht dauerhaft im Ausland angelegt, sondern in fungibler Form dort geparkt.

Zumindest wenn sich dieser Trend in der Struktur der Kapitalimporte und Kapitalexporte in den kommenden Monaten verfestigen sollte, wären an der Erklärung der Euroschwäche durch strukturelle Wachstumsunterschiede erhebliche Zweifel angebracht.

Deutlich stärker als die genannten Effekte dürfte hingegen die Verschlechterung der Terms-of-Trade, die das mit dem Wechselkurs gewichtete Verhältnis von Auslands- zu Inlandspreisniveau widerspiegeln, auf den Außenwert des Euro drücken. Gemessen in Euro hat sich der Wert des Exportüberschusses bei Waren- und Dienstleistungen gegenüber 1998 bis heute im Monatsmittel von 9,83 Mrd. € auf 4,42 Mrd. € mehr als halbiert. Darin kommt nicht nur der gesunkene Wechselkurs zum Ausdruck, sondern eben auch

dass sich auf den Rohstoffmärkten, insbesondere auf dem Ölmarkt, eine Preiswende vollzogen hat. Da diese Importe primär in US-Dollar abgerechnet werden und gleichzeitig die Produktionskosten belasten, werden sie nicht durch eine simultane und gleich hohe Ausweitung der Exportmengen wieder ausgeglichen<sup>16</sup>.

Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass sowohl die polit-ökonomischen als auch die realwirtschaftlichen Gründe an zunächst recht unerwarteter Stelle zusammenfließen und auf den Euro-Kurs drücken: nämlich in dessen Eigenschaft als offizielle und inoffizielle Reservewährung. Ende 1997 wurden 57% aller offiziellen Währungsreserven in US-Dollar, 12,8% in D-Mark und 1,2% in Französischen Franc gehalten. Während die Schaffung des Euro die offizielle Haltung von Währungsreserven wohl nur leicht verschieben dürfte, indem kurzfristig die MOE-Staaten und EU-Beitrittsaspiranten mehr, Lateinamerika und Asien wohl eher weniger Euro-Währungen halten werden<sup>17</sup>, ist der Effekt auf dem grauen Kapitalmarkt vollkommen offen. Es wäre durchaus möglich, dass Euro-Währungen schon allein deshalb durch den US-Dollar ersetzt werden, weil es den Euro als Zahlungsmittel noch nicht gibt.

#### **Der natürliche Wechselkurs: Die Kaufkraftparität**

Ein weiteres Indiz dafür, dass die strukturellen Wachstumsunterschiede die gegenwärtige Euroschwäche nur zum Teil erklären können, ist die erhebliche Abweichung des aktuellen Wechselkurses zum Dollar und anderen Drittwährungen von der Kaufkraftparität, die in der klassischen (realwirtschaftlichen) Außenhandelstheorie einen natürlichen Wechselkurs darstellt.

Die Kaufkraftparität gibt den Wechselkurs wieder, bei dem keine realwirtschaftliche Arbitrage zwischen zwei Währungsräumen möglich ist. Mit anderen Worten: Bei einem Wechselkurs, der genau der Kaufkraftparität entspricht, ist es ökonomisch nicht mehr lohnend, allein aufgrund des Wechselkurses ein bestimmtes homogenes Gut von einem Land ins andere zu exportieren.

Nun sind Kaufkraftparitäten – schon aufgrund unterschiedlicher Präferenz- und Produktionsstrukturen – extrem schwierig zu berechnen. Schätzungen des Economist und der OECD beziffern sie für das Verhältnis des US-Dollar zum Euro jedoch in der Bandbreite von 1,1 bis 1,06 US-\$/€<sup>18</sup>. Legt man diese Werte als natürlichen Referenzkurs zugrunde, so ist der Euro gegenüber dem US-Dollar leicht überbewertet an den Start gegangen und pendelte über die ersten drei Quartale 1999 relativ nahe um diese Marke. Erst Ende des Jahres 1999 setzte dann eine Entwicklung ein, bei der der Euro zunehmend unter seinem Kaufkraftparitäten-Wert gehandelt wurde. Inzwischen dürfte er – je

<sup>13</sup> Jörg Hinze, a.a.O.

<sup>14</sup> Michael Grömling, a.a.O.

<sup>15</sup> Europäische Zentralbank: Monatsbericht, Oktober 2000, Statistischer Anhang Tabelle 8.1, Frankfurt 2000; eigene Berechnung. Dabei muss freilich darauf hingewiesen werden, dass das Ergebnis durch einen besonders starken Zufluss an Direktinvestitionen im Februar 2000 überzeichnet ist. Ein zwingender Trend lässt sich somit noch nicht ableiten.

<sup>16</sup> Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv, Hamburg, ifo Institut für Wirtschaftsforschung, München, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Institut für Wirtschaftsforschung Halle, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2000, Halle 2000, S. 37 ff.

<sup>17</sup> Robert Solomon: International Effects of the Euro, Brookings Policy Brief 1999/42, Washington D.C. 1999.

<sup>18</sup> O.V.: How Much Is the Euro Worth?, in: Economist vom 9.1.1999; Jörg Hinze, a.a.O.

nach Schätzung der Kaufkraftparität – zwischen 16 und 20% unterbewertet sein.

Selbst wenn man unterstellt, dass es auf Finanzmärkten zeitweilig zu Übertreibungen kommen kann und dass durch die Entkopplung von Finanz- und Gütermärkten verstärkt Erwartungen ins Spiel kommen, die (etwa durch Transportverzögerungen, asymmetrische Bewertung und mangelnde Datenqualität) entweder statistisch nicht richtig erfasst oder von den Gütermärkten nicht sofort realwirtschaftlich aufgefangen werden können<sup>19</sup>, erscheint die Abwertung des Euro zu stark, als dass sie auf eine reine Laune der Märkte zurückzuführen wäre.

Im Folgenden wird daher anhand verschiedener Indikatoren geprüft, ob die internationalen Finanzmärkte aufgrund spezifischer konjunktureller Risiken für den Euro-Raum einen entsprechende Abschlag vorgenommen haben könnten, wie dies bei erhöhter Inflationsgefahr nicht selten der Fall ist<sup>20</sup>.

### Hohe Divergenz in den Konjunkturzyklen

Nimmt man den gesamten Euro-Raum in den Blick, so mag die Unterstellung konjunktureller Inflationsrisiken zunächst einmal erstaunen. Der harmonisierte Verbraucherpreisindex stieg in den ersten neun Monaten dieses Jahres – trotz einer Zunahme der Rohstoffpreise um 50,3% – „nur“ um 2,8%. Auch die Tatsache, dass bei aggregierter Betrachtung der Euro-Zone das realisierte Sozialprodukt knapp einen Prozentpunkt unterhalb des potenziellen liegt (Output Gap)<sup>21</sup>, deutet im Prinzip darauf hin, dass die Inflationsgefahr eigentlich relativ gering sein sollte.

Dieses Bild ändert sich jedoch grundlegend, wenn man statt des gesamten Euro-Raumes entweder einzelne Länder oder Regionen in den Blick nimmt. Im Weiteren wird die aus der Wirtschaftsgeografie und Entwicklungsökonomik stammende Einteilung in Kern und Peripherie verwendet. Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande und Österreich werden dabei als Kern, Finnland, Irland, Portugal und Spanien als Peripherie bezeichnet. Diese Abgrenzung entspricht in etwa einer Zuordnung nach der Zugehörigkeit zum zentraleuropäischen Konjunkturverbund.

Schon diese recht grobe Einteilung zeichnet ein wesentlich differenzierteres Bild der konjunkturellen Lage im Euro-Raum. Tabelle 2 zeigt anhand einiger makroökonomischer Indikatoren, dass die konjunkturelle Situation der beiden Regionen erheblich voneinander abweicht.

Besonders deutlich wird die Diskrepanz, wenn man die Output Gaps beider Regionen miteinander vergleicht: Während der Output Kerneuropas in diesem Jahr 1,2 Prozentpunkte unterhalb seines Produktions-

**Tabelle 2**  
**Makroökonomische Indikatoren**  
**der Euro-11 Zone**

	Reales BIP (in Mrd. € in Preisen von 1991)	Wachstumsrate des realen BIP in %	Output-Gap <sup>a</sup> in %	Inflation September 2000 (Jährliche Rate in %); HVPI	Inflation September 1999 (Jährliche Rate in %); HVPI
<i>Kern</i>	4504,72	2,67	-1,2	2,59	1,06
Belgien	203,15	2,66	-7,0	3,9	1,3
Deutschland	1718,66	2,55	-1,3	2,6	0,8
Frankreich	1230,84	2,96	0,0	2,3 <sup>b</sup>	0,6
Italien	838,39	2,23	-2,8	2,6	1,9
Luxemburg	15,36	5,31	k.A.	4,2	1,6
Niederlande	327,87	3,2	1,2	2,9 <sup>b</sup>	2
Österreich	170,46	2,71	0,8	2,2 <sup>b</sup>	0,6
<i>Peripherie</i>	450,71	4,18	3,68	3,9	2,09
Irland	69,04	6,86	5,5	5,7 <sup>c</sup>	2,6
Finnland	135,51	4,07	8,0	3,4	1,4
Portugal	72,41	3,31	0,2	3,6	1,9
Spanien	173,74	3,61	0,7	3,7	2,5
<i>Euro-11</i>	4955,43	2,8	-0,78	2,8	1,2

<sup>a</sup> Abweichung des realisierten vom potenziellen BIP. <sup>b</sup> Vorläufige Werte. <sup>c</sup> Stand August 2000.

Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen): Die EU-Wirtschaft: Jahresbilanz 1999, Brüssel 1999, OECD: Wirtschaftsausblick Dezember 1999, Annex Tabelle 12, Paris 1999; Eurostat: Inflationsrate der Eurozone auf 2,8% gestiegen, News Release Nr. 118/2000, Brüssel 2000; eigene Berechnungen.

potenzials liegen dürfte, liegt der der vier Peripherieländer 3,68 Prozentpunkte darüber<sup>22</sup>. Mit anderen Worten: Während Kerneuropa noch ausreichend Raum für eine Expansion ohne Inflationsgefahren aufweist, zeichnen sich in der Peripherie bereits deutliche Überhitzungstendenzen ab, die sich auch in einer deutlichen Beschleunigung der Inflation (gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex) in diesem Jahr gegenüber dem Vorjahr um 1,81 Prozentpunkte äußert. Demgegenüber liegt die Inflationsbeschleunigung in der Kernregion nur bei 1,53 Prozentpunkten.

Die inflationären Risiken, die damit aus der konjunkturellen Lage der Peripherie für den gesamten Währungsraum ausgehen, dürfen keinesfalls unterschätzt werden. Denn im Gegensatz zu einem opti-

<sup>19</sup> Kronberger Kreis: Globalisierter Wettbewerb – Schicksal und Chance, Bad Homburg 1998, S. 26; IMF, a.a.O., S. 52-53.

<sup>20</sup> Kronberger Kreis, a.a.O., S. 25-27.

<sup>21</sup> Vgl. etwa Commerzbank: Konjunktur International Juni 2000, Frankfurt 2000; OECD, a.a.O., Annex Tabelle 12; eigene Berechnungen.

<sup>22</sup> Eigene Berechnungen für die Euro-Länder (ohne Luxemburg) auf der Zahlenbasis: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen), a.a.O., Anhang Tabellen 5 und 24; und OECD, a.a.O., Annex Tabelle 12.

malen Währungsraum ist es unwahrscheinlich, dass die Mobilität des Faktors Arbeit innerhalb der EWWU hoch genug ist, dass Arbeitslose aus der Kernregion in ausreichendem Maße in die Peripherie wandern, um das Wachstum von tatsächlichem und potenziellem Sozialprodukt so in Übereinstimmung zu bringen, dass die Inflationsgefahren gebannt werden<sup>23</sup>.

### Der Ölpreisanstieg: Ein asymmetrischer Schock

Schon vor der Einführung der gemeinsamen Währung wurde auf die zuvor skizzierte geringe reale Anpassungsfähigkeit in der Währungsunion hingewiesen. Von besonderer Bedeutung ist eine solche reale Anpassungsfähigkeit im Falle eines asymmetrischen Schocks, also einer Veränderung, die in den einzelnen Mitgliedsländern sehr unterschiedliche Wirkungen entfaltet, ohne dass diese über Preise oder Mengen zwischen den Mitgliedsländern ausgeglichen werden können.

Seit dem Rekordtief von 10 US-\$ je Barrel ist der Preis für Rohöl in den vergangenen Monaten auf ein Rekordhoch von über 30 US-\$ gestiegen. In realer Betrachtung (gemessen an den Preisen für Industrieerzeugnisse) liegt er damit in etwa auf dem Niveau unmittelbar nach dem ersten Ölpreisschock während der 70er Jahre<sup>24</sup>.

Legt man eine klassische makroökonomische Angebotsfunktion zugrunde, bei der die Unternehmen – nach Maßgabe der Lage auf dem Absatzmarkt – ihre Preise als prozentualen Zuschlag auf die variablen Durchschnittskosten, insbesondere Arbeit und Vorleistungsprodukte, festsetzen, so führt der Ölpreisanstieg je nach Maßgabe der Energieintensität der Produktion und je nach Ölanteil bei der Deckung des Energiebedarfs zu einem verstärkten Preisaufrtrieb.

Die Tabelle 3 zeigt den Energiebedarf und die Energieintensität, ausgewiesen in Millionen Tonnen des öläquivalenten Brennwertes (Mtoe), sowie die Anteile ausgewählter Energieträger im Euro-Raum, im Kern und in der Peripherie für das Jahr 2000.

Aus dieser Betrachtung wird deutlich, dass die vier Peripherieländer ihr Sozialprodukt nicht nur erheblich energieintensiver erwirtschaften als die sieben Kernländer, sondern auch noch einen größeren Anteil ihres Energieverbrauchs aus Öl decken. Letzteres ist deshalb so bedeutsam, weil die unterschiedlichen Ener-

**Tabelle 3**  
**Energieverbrauch in der Euro-11 Zone**

	Euro-11	Kern	Peripherie
Energiebedarf in 2000 in Mtoe <sup>1</sup>	735,8	615,6	120,2
Energieintensität (Mtoe/ <sup>1</sup> Mrd. € BIP)	0,15	0,14	0,27
Anteile der Energieträger an der Versorgung			
Kohle	3,78%	3,85%	3,41%
Öl	46,64%	45,44%	52,83%
Gas	20,11%	22,40%	8,40%

<sup>1</sup> Millionen Tonnen öläquivalenter Brennwert.

Quellen: Europäische Kommission (GD Verkehr und Energie): European Union Energy Outlook to 2020, Brüssel 2000; Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen): Die EU-Wirtschaft: Jahresbilanz 1999, Brüssel 1999; eigene Berechnungen.

gieträger zwar rein technisch gesehen enge Substitute darstellen, nicht aber ökonomisch, da unterschiedliche Energieanlagen speziell auf einzelne Energieträger ausgerichtet sind.

### Das Dilemma der EZB

Für die Europäische Zentralbank entsteht aus den konjunkturellen Unterschieden zwischen Kern und Peripherie sowie der höheren Energie- und insbesondere Ölabhängigkeit der Peripherie-Länder ein Dilemma.

Gemäß der Standardmeinung sollte die EZB ihre Geldpolitik nach der gemeinsamen Wirtschaftsentwicklung des gesamten Währungsraumes ausrichten sollte<sup>25</sup>. Es stellt sich jedoch die Frage, ob ein solcher Ansatz überhaupt durchhaltbar ist, kumulieren sich doch die Inflationsrisiken – sowohl durch die Wirtschaftslage als auch durch den Ölpreisanstieg – in der Peripherie.

Vom Grundsatz her spräche eigentlich nichts dagegen, dass die Zentralbank einen Angebotsschock geldpolitisch akkommodiert, solange sie davon ausgehen kann, dass dadurch nicht eine Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt wird. Mit anderen Worten: Solange die Arbeitnehmer den Preisanstieg, der sich aus der Verschlechterung der europäischen Terms-of-Trade gegenüber den Erdölstaaten ergibt und nicht durch einen simultanen Produktivitätsanstieg (durch eigene Öl- und Gasförderung) gedeckt ist, nicht als Verteilungsspielraum wahrnehmen und auch durchsetzen können<sup>26</sup>.

Jedoch ist auch hier eine deutliche Divergenz zwischen Kern und Peripherie zu konstatieren. Während insbesondere in den Kernländern Deutschland und Frankreich, die gemeinsam fast 60% der gesamten Wirtschaftskraft des Euro-Raums vereinen, moderate und bis Herbst 2001 laufenden Lohnkontrakte den

<sup>23</sup> Norbert Berthold, Rainer Fehn, Eric Thode, a.a.O.

<sup>24</sup> Klaus Matthies: Knappes Angebot hält Ölpreis hoch, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 80. Jg. (2000), Heft 9, S. 570-573.

<sup>25</sup> IMF, a.a.O., S. 18.

<sup>26</sup> Norbert Berthold, Rainer Fehn: Arbeitslosigkeit – Woher kommt sie? Wann bleibt sie? Wie geht sie?, in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 1994/4, S. 311-313.

Beginn einer Lohn-Preis-Spirale faktisch ausschließen (sofern sich der Ölpreis bis zu diesem Zeitpunkt wieder zurückgebildet hat)<sup>27</sup>, kann sich die EZB hierauf in den vier Peripherie-Ländern nicht verlassen. Im Gegenteil, da Irland, Finnland, Portugal und Spanien bereits oberhalb ihrer Kapazitätsgrenze produzieren, wäre dort eine einsetzende Lohn-Preis-Spirale selbst ohne Anstieg des Ölpreises sehr wahrscheinlich<sup>28</sup>.

Für die beiden Teile des europäischen Wirtschaftsraumes ergeben sich somit unterschiedliche geldpolitische Empfehlungen. In der Peripherie müsste in erheblichem Umfang geldpolitisch gebremst werden. Theoretisch könnte diese Rolle zwar auch von der Fiskalpolitik übernommen werden, rein praktisch dürfte dies bei den weit unterdurchschnittlichen Defizitquoten am BIP der öffentlichen Haushalte Portugals und Spaniens und sogar Überschüssen Finnlands und Irlands politisch kaum durchsetzbar sein. Kern-europa hingegen ist zur Fortsetzung seines Aufschwungs, der auch die Investitionsdynamik erfassen soll, eher auf einen weiteren geldpolitischen Expansionskurs angewiesen.

Eine Geldpolitik, die sich an der Entwicklung des gesamten Euro-Raumes ausrichtet, ist mithin ein Schuh, der für die Peripheriestaaten zu groß und für Kerneuropa zu klein ist. Darauf gleich mit Ausstiegs-szenarien aus dem Euro zu reagieren, wie es einige Kritiker bereits tun, scheint jedoch unangebracht<sup>29</sup>.

### Minimierung der Wohlfahrtsverluste

Vielmehr ist zu überlegen, ob nicht – zumindest für eine Übergangsphase – die gemeinsame Geldpolitik so ausgerichtet werden sollte, dass sie die gemeinsamen Wohlfahrtsverluste minimieren, die sich aus einer Geldpolitik ergeben, die nicht auf die konjunkturelle Lage jedes einzelnen Teilnehmerstaates zugeschnitten ist<sup>30</sup>.

Selbst unter dieser Maßgabe und eines am BIP ausgerichteten Gewichtungsfaktors würden die inflationsbedingten Wohlfahrtsverluste der vier Peripheriestaaten nur mit 10% in die gemeinsame Geldpolitik eingehen. Trotz der hohen Inflationsrisiken in dieser Region würde sich ein solcher Wechsel in der geldpolitischen Strategie mithin nicht wesentlich von einer

Orientierung am gesamten Währungsraum unterscheiden.

Dass die europäische Geldpolitik mittlerweile – auch unter Berücksichtigung des expansiven Wechselkurseffektes – auf neutralen Kurs eingeschwenkt<sup>31</sup> ist, kann dennoch als Zeichen dafür interpretiert werden, dass die Inflationsrisiken in der Peripherie nicht auf die leichte Schulter genommen werden.

Es verbleibt die Frage, wie sich die jüngsten Interventionen der EZB bzw. die Ankündigung des EZB-Präsidenten Duisenberg, weitere Interventionen aufgrund der Nahost-Krise seien unwahrscheinlich, in diesen Kontext einfügen und inwieweit sie einen Beitrag zur Stützung oder Schwächung des Euro auf den Devisenmärkten leisten können.

In diesem Zusammenhang ist zunächst einmal festzustellen, dass die Intervention vom 22. September die beiden Grundbedingungen für eine erfolgreiche Intervention erfüllt: Sie wurde sowohl gemeinsam mit anderen Zentralbanken durchgeführt und beinhaltete zudem ein klares Signal. Denn der Rückkauf von Euro durch Dollarreserven hat – analog zu anderen Offenmarktoperationen – die europäische Geldmenge verknappt und wurde zudem durch einen weiteren Zinsschritt auf der nachfolgenden Sitzung des Zentralbankrates untermauert. Ein solch restriktiver Schritt scheint zur Dämpfung von Inflationsrisiken jedoch genau angemessen. Und er gibt den Devisenmärkten zugleich ein klares Signal, dass spekulativen Transfers, die darauf zielen, neben echten Anlageentscheidungen auch noch Währungsgewinne mitzunehmen, eine Untergrenze gesetzt ist.

Die Intervention vom 10. Oktober hingegen konnte zwar ebenfalls ein Signal setzen, blieb in ihrer Wirkung jedoch dadurch begrenzt, dass sie nicht in Abstimmung mit der amerikanischen Notenbank durchgeführt wurde. Der faktische Ausschluss einer Währungsintervention durch das Duisenberg-Interview vom 16. Oktober hat zumindest das letzte Signal zeitweilig wieder hinfällig werden lassen. Selbst wenn Duisenberg dabei freilich zu Gute gehalten werden muss, dass eine liquiditätsverknappende Intervention zwar dazu beitragen kann, Kapitalabflüsse aufgrund von Inflationsrisiken zu mindern, nicht aber in der Lage ist, kurzfristige Verschlechterungen der Terms-of-Trade aufgrund gestiegener Importpreise aufzufangen.

<sup>27</sup> Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv, Hamburg, ifo Institut für Wirtschaftsforschung, München, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Institut für Wirtschaftsforschung Halle, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen, a.a.O.

<sup>28</sup> So enthalten etwa die Tarifverträge mehrerer europäischer Länder Revisionsklauseln für den Fall, dass die Inflation höher als erwartet liegen sollte. Die spanischen Gewerkschaften haben bereits Nachverhandlungen angekündigt, vgl. ebenda, S. 26.

<sup>29</sup> Vgl. zum Beispiel Dirk Meyer: Szenarien einer Währungsdesintegration in der Euro-Zone, in: WiSt 2000/9, S. 508-512; DPA: Wirtschaftsprofessor Hankel will gegen Euro klagen, Meldung vom 29. 10. 2000.

<sup>30</sup> Daniel Gros, Carsten Hefeker: One Size Must Fit All – National Divergences in a Monetary Union, CESifo Working Paper 326, München 2000.

<sup>31</sup> Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv, Hamburg, ifo Institut für Wirtschaftsforschung, München, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Institut für Wirtschaftsforschung Halle, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen, a.a.O., S. 30-32.