

Warum ist der Euro so schwach?

Der Abwertungstrend des Euro hält nun schon seit zweieinhalb Jahren an.

Wie kann der anhaltende Niedergang erklärt werden?

Renate Ohr, Joachim Starbatty und Peter Bofinger nehmen Stellung.

Renate Ohr

Mangelndes Vertrauen in ein erfolgversprechendes Euroland

Seit knapp zweieinhalb Jahren – nach einer kurzen euphorischen Anfangsphase – unterliegt der Euro einem stetigen Abwärtstrend. In den ersten Monaten konnte die beginnende Abwertung noch als Korrektiv für einen zu hohen Einstiegskurs gewertet werden: Aufgrund überzogener Versprechungen und damit aufgeputschter Erwartungen startete der Euro mit einem Kurs von 1,17 US-\$, was zunächst als kurzfristiges Überschießen über einen als realistisch angesehenen Wert von ca. 1,10 US-\$ pro Euro angesehen wurde.

In der Folgezeit des anhaltenden Abwärtstrends reduzierte man nach und nach den als mittelfristig realistisch angesehenen Eurokurs – es bot sich dann die Parität zum Dollar an. Seit Anfang 2000 ist die Parität allerdings anhaltend unterschritten. Seither mehren sich die Kommentare der Wohlmeinenden, die das „Aufwertungspotenzial“ des Euro nun um so mehr beschwören, je weiter er sinkt. In den Analysen wird zugleich immer wieder versucht, ökonomische Fundamentalfaktoren sowohl zur Erklärung der mittlerweile rund

30%igen Abwertung des Euro als auch für die Perspektive seiner baldigen Aufwertung heranzuziehen. Folgende Entwicklungen spielen dabei eine Rolle:

Entwicklung der Fundamentaldaten

- Die USA zeigten in den ersten beiden Jahren der Europäischen Währungsunion einen deutlichen Zinsvorsprung sowohl im kurzfristigen Bereich als auch bei den langfristigen Titeln. Dieser Zinsvorteil hat sich durch die drastische Zinssenkungspolitik der Federal Reserve mittlerweile aufgelöst.
- Die USA hatten in den ersten beiden Jahren einen Konjunkturvorlauf mit deutlich höheren Wachstumsraten. Durch die Konjunkturwende in den USA ist nun für dieses Jahr ein gewisser Wachstumsvorteil des Euroraums zu erwarten, obwohl auch hier die Prognosen zunehmend pessimistischer werden.
- Die USA verzeichnen seit einiger Zeit Budgetüberschüsse bei noch unvollkommener Haushaltskonsolidierung im Euroraum.
- Allerdings zeigt der Euroraum nach wie vor einen Preisstabilitätsvorsprung, indem die Inflationsrate 1999 und 2000 jeweils mehr als 1 Prozentpunkt niedriger war als in den USA. In beiden Währungsräumen ist jedoch die Inflation in den letzten beiden Jahren leicht angestiegen, und der Stabilitätsvorsprung im Euroraum geht mittlerweile im Zusammenhang mit der veränderten Konjunkturentwicklung leicht zurück.
- Schließlich haben die USA ein hohes Leistungsbilanzdefizit von über 4% des BIP bei einem nur leichten Leistungsbilanzdefizit des Euroraums gegenüber Drittländern.

Der Zinsvorsprung, der Konjunkturvorlauf und die Budgetüberschüsse in den USA waren fundamentale Argumente für die Aufwertung des Dollar gegenüber dem Euro. Die Abschwächung bzw. Umkehr der Fundamentaldaten Konjunktur und Zinsen hätten danach aber mittlerweile eine Trendwende einleiten müssen. Hinzu kommen der Stabilitätsvorteil und die Leistungsbilanzposition der Währungsunion, die eigentlich für eine Stärkung des Euro

hätten sorgen müssen. Nur – das hieraus abgeleitete Aufwertungspotenzial bleibt nach wie vor ungenutzt!

Die Abwertung des Euro hat zudem auch gegenüber anderen Währungen stattgefunden – dies dokumentiert der effektive Eurokurs. Betrachtet man aber z.B. die Daten von Japan oder Großbritannien, so wird die Aussagefähigkeit der Fundamentaldaten noch dürftiger: In Japan war und ist das Wachstum deutlich geringer als im Euroraum, das Budgetdefizit ist größer, und es ist ein Zinsnachteil vorhanden. Auf der Aktivseite des japanische Yen stehen nur ein hoher Leistungsbilanzüberschuss und eine absolute Preisstabilität, die aber schon die Tendenz zu Deflation hat. Die Yen-Stärke gegenüber dem Euro ist aus diesen Fundamentaldaten kaum ableitbar.

In Großbritannien lag das Wirtschaftswachstum in den ersten beiden Jahren der Währungsunion noch leicht unter dem des Euroraums, mittlerweile sind die Perspektiven des „Opting-Out-Landes“ allerdings günstiger als die der Euro-Länder. Die Inflationsrate ist ähnlich, das Leistungsbilanzdefizit in Relation zum BIP deutlich höher. Hier waren auf der Positivseite des britischen Pfunds ein Budgetüberschuss sowie ein zunächst deutlicher, aber derzeit nur noch leichter Zinsvorteil vorhanden. Eine ausreichende Erklärung für die anhaltende Stärke des Pfunds gegenüber dem Euro ist dies aber ebenfalls nicht.

Auswirkungen der Zinsen auf den Euro

Die Aussagefähigkeit der genannten Fundamentalfaktoren ist zudem als zunehmend willkürlich anzusehen, wie etwa aus der Beurteilung der Zinsentwicklung deutlich wird. Traditionell wird die

Wirkungsweise von Zinsveränderungen recht eindeutig beschrieben: Je höher die Zinsen sind, um so attraktiver sind die inländischen Kapitalanlagen auch für die internationalen Kapitaleigner. Die Folge sind Kapitalzuflüsse und eine Stärkung der Währung. Dämpfen die Zinsen zudem die Investitionsnachfrage und damit die gesamtwirtschaftliche Aktivität, so kann dies auch die Importnachfrage und den damit verbundenen Devisenbedarf verringern, so dass auch dies die Währung stärkt. Ein Zinsvorsprung spricht also für, ein Zinsnachteil gegen die Währung.

Die Realität scheint die Welt jedoch auf den Kopf zu stellen. Es zeigt sich immer wieder, dass die Wirtschaftsteilnehmer oftmals nicht so eindeutig wie beschrieben auf bestimmte aktuelle ökonomische Vorgaben reagieren. Stattdessen sind die Erwartungen über die künftige Entwicklung wirtschaftlicher Größen viel ausschlaggebender. Dabei ist diese Erwartungsbildung, sehr vielschichtig und selbst richtungsmäßig oft kaum vorhersehbar. In

einem sich abschwächenden konjunkturellen Klima z.B. werden hohe Zinsen als Gefahr für die künftige wirtschaftliche Prosperität angesehen, und das Vertrauen der internationalen Investoren geht zurück. Kapital fließt ab und schwächt die Währung. Werden die hohen Zinsen dagegen als Zeichen einer außerordentlich effizienten und stabilitätsorientierten Geldpolitik angesehen, so wird das Vertrauen bestehen bleiben und damit auch ein Kapitalzufluss.

Entsprechend kann eine Zinssenkungspolitik als Zeichen interpretiert werden, dass die Wirtschaft in eine tiefe Rezession abzurutschen droht, da sich die geldpolitischen Instanzen doch augenscheinlich gezwungen sehen, zinspolitisch einzugreifen. Die Zinsreduktion wird damit als ein Signal aufgefasst, dass auch von der Notenbank große konjunkturelle Gefahren gesehen werden. Sie verstärkt somit eher die Investitionszurückhaltung in- und ausländischer Investoren und schwächt die Währung. Aber auch ein anderes Ergebnis ist denkbar: Die Zinssenkung löst die Erwartung aus, dass die Geldpolitik endlich eingreift, um die Konjunktur wieder zu stabilisieren. In der Hoffnung, dass dies gelingt, fassen auch ausländische Investoren nun ebenfalls wieder Vertrauen in die inländische Wirtschaft. Trotz der Zinssenkung wird dann eventuell sogar ein Nettokapitalzufluss aus dem Ausland stattfinden, der die Währung stützt. – Und so scheint es im Falle der USA derzeit zu sein.

Gerade zur Zeit wirken sich Zinsunterschiede also weniger direkt, als viel mehr indirekt über die damit verbundenen Wachstumserwartungen auf den Wechselkurs des Euro aus. Diese Wachstumserwartungen werden aber zugleich noch durch eine Reihe anderer

Die Autoren unseres Zeitgesprächs:

Prof. Dr. Renate Ohr, 48, ist Inhaberin des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Wirtschaftspolitik an der Georg-August-Universität Göttingen.

Prof. Dr. Joachim Starbatty, 61, ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftspolitik an der Eberhard Karls Universität Tübingen.

Prof. Dr. Peter Bofinger, 46, ist Inhaber des Lehrstuhls für VWL, Geld und internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Julius-Maximilians-Universität Würzburg.

Faktoren mit bestimmt, die damit ebenfalls den Eurokurs determinieren. Und hier hat der Euroraum zwei Handicaps aufzuweisen:

Notwendigkeit struktureller Reformen

Zum einen zeigt sich, dass die seit längerer Zeit kritisierten Mängel auf der Angebotsseite vieler europäischer Volkswirtschaften noch nicht hinreichend behoben sind. Steuerreformen werden nur halbherzig in Angriff genommen; die hohe Abgabenbelastung und die mangelnde Flexibilität auf den Arbeitsmärkten behindern die Dynamik wachsender Märkte. Je rasanter der technische Fortschritt ist, um so wichtiger ist es, dass sich die Märkte schnell und flexibel anpassen können. Die Entstehung, die Akzeptanz und die Diffusion neuer Ideen, Verfahren und Produkte sind eng korreliert mit dem Grad der Flexibilität auf den Güter-, Arbeits- und Kapitalmärkten. Das Hinauszögern diesbezüglicher struktureller Reformen verringert das Produktivitätswachstum.

Im internationalen Vergleich – insbesondere etwa mit den USA oder Großbritannien – zeigt der Euroraum hier Schwächen. Dies wirkt sich negativ auf die Wachstumsperspektiven und damit auch auf den Eurokurs aus. Schließlich repräsentiert eine Währung letztlich die Wirtschaftskraft und die wirtschaftliche Stabilität des dazugehörigen Wirtschaftsraums.

Mangelnde Identifikation mit „Euroland“

Das zweite Handicap besteht darin, dass die Identifikation des Euro über einen dahinter stehenden Euroraum noch nicht überzeugend gelingt. Zwar soll mit dem vielfach verwendeten Begriff „Euroland“ unerschwerlich vermittelt werden, es handele sich bei den

Ländern der Währungsunion schon um einen wirtschaftlich und politisch relativ homogenen – einer nationalen Volkswirtschaft ähnlichen – Währungsraum. Doch dieses Euroland existiert nicht. Es ist ein „virtuelles“ Euroland, das aber nach außen nicht als homogene Einheit wahrgenommen wird, sondern nach wie vor als Gruppe verschiedener Länder mit sehr unterschiedlichen Zielen und divergierender wirtschaftlicher Performance. Eine Währung ohne einen Währungsraum, der auch anhand anderer gemeinsamer ökonomischer und politischer Faktoren eindeutig identifizierbar ist, wird immer eigene Identifikationsprobleme haben. Die mangelnde Identifikation mit dem sogenannten Euroland erweckt dann leicht den Eindruck, die Politiker hätten mit der gemeinsamen Währung Euro ein noch etwas unreifes Produkt auf den Markt gebracht, für das eben zunächst noch Preisabschläge hingenommen werden müssen.

Solange Euroland weder als Einheit identifizierbar ist noch als Summe einzelner Volkswirtschaften überzeugende wirtschaftliche Perspektiven bieten kann, solange wird der Euro schwach bleiben. Solange glaubwürdige Konzepte sowohl für Euroland als politisches Ganzes als auch für die Umsetzung der notwendigen strukturellen Reformen fehlen, wird auch das Vertrauen in den Euro als erfolgversprechende Währungsalternative ausbleiben. Die Folge ist, dass der Dollar immer als die bessere Lösung und als Safe haven angesehen wird: Sei es, weil die USA sowieso gerade die günstigeren Wirtschaftsdaten aufweisen und deshalb der Dollar als die bessere Alternative erscheint. Oder sei es, weil es in den USA kriselt und man nun befürchtet, dass

es dann in Euroland ja zu noch größeren Problemen kommen müsse – so dass auch dies wieder für den Dollar spricht.

Ausgleichsfunktion starker Wechselkursveränderungen

Doch sollte die Euroschwäche trotzdem nicht überdramatisiert werden. Im Regime flexibler Wechselkurse erleben alle Währungen ein Auf und Ab am Devisenmarkt – das galt auch für die D-Mark. Es ist zwar ein großer Unterschied, ob eine Währung zuvor jahrzehntelang Vertrauen im eigenen Land und bei den Investoren in der Welt erworben hatte und nur gelegentlich eine Schwächeperiode zeigte – oder ob eine neue Währung ohne eine solche Erfolgsgeschichte von Anfang an und über mehr als zwei Jahre hinweg nahezu kontinuierlich abwertet. Im letzteren Fall kann schließlich der Vertrauensverlust leichter zu einem sich selbst verstärkenden Abwertungsprozess führen.

Doch gilt auch dann, dass Wechselkursveränderungen – trotz zeitweiliger Übertreibungen – in der Regel eine sinnvolle Ausgleichsfunktion erfüllen. Sie bewirken Anpassungsreaktionen und Korrekturen in der realen Wirtschaft, die die Schockverarbeitungskapazität im System internationaler Wirtschaftsbeziehungen erhöhen. Und dabei müssen sie manchmal auch deutlich überschießende Reaktionen zeigen, um die notwendigen realwirtschaftlichen Wirkungen in angemessener Zeit zu erzielen. Unter Umständen ist ein solches Überschießen zudem ein Signal an die Politik, auch die von ihrer Seite notwendigen Maßnahmen zur Beseitigung der Ursachen von Instabilitäten oder strukturellen Schwächen in die Wege zu leiten.

Joachim Starbatty

Die EZB muß das Vertrauen der Märkte erst noch erwerben

Der Internationale Währungsfonds hält in seinem jüngsten Statement zur Wirtschaftspolitik im Euro-Raum (27. Juni 2001) den Euro für unterbewertet. Die Kräfte, die diese Abwertung bewirkt hätten, wurzelten tiefer, als man ursprünglich geglaubt habe, obwohl diese noch nicht völlig verstanden worden seien¹. Dieses Statement rechtfertigt in hohem Maße eine Reflexion über die Euro-Schwäche. Auch wenn die Diagnosen je nach Einstellung zum Euro unterschiedlich ausfallen, so sollten doch ökonomische Logik und professionelle Verlässlichkeit die Ansichten konvergieren lassen.

Als häufigster Grund für die Euro-Schwäche werden rigide Arbeitsmärkte und kostentreibende Sozialleistungssysteme genannt. Natürlich spielt die unterschiedliche Wirtschaftsdynamik eine Rolle. Die daraus resultierende Schwäche gründet aber tiefer; wir könnten sonst nicht erklären, warum sich der Yen trotz andauernder massiver Schwäche und steigender Arbeitslosigkeit gegenüber dem Euro seit Januar 1999 um ca. 20% aufwertete und auch die D-Mark in der ersten Hälfte der 90er Jahre – trotz starker Rezession bei uns – gegenüber dem Dollar aufgewertet wurde.

Wir haben daher, wenn wir die Euro-Schwäche auf rigide Arbeitsmärkte und mangelnde konjunkturelle Dynamik zurückführen wollen, tiefer zu schürfen. Seit Robert

Mundell wissen wir, daß integrierte Güter-, Kapital- und Arbeitsmärkte notwendige Bedingungen für eine Währungsunion sind. Die Integration im Güter- und Kapitalverkehr kann in der Europäischen Union (EU) als gelungen angesehen werden. Die Expertisen der internationalen Organisationen und die darauf aufbauenden Empfehlungen zur Flexibilisierung der Arbeitsmärkte sind dagegen in Kern-Europa – Italien, Frankreich und Deutschland – nicht umgesetzt worden. Im Gegenteil – zumindest für Deutschland gilt, daß die Vorschriften zugenommen haben und die Regulierungen dichter geworden sind.

Zuvor hatten die Regierungen die Währungsunion als ein Modernisierungsprogramm ausgelobt, weil nun überfällige Reformen auf den Arbeitsmärkten und in den Sozialleistungssystemen nicht länger auf die lange Bank geschoben werden könnten. Daher werden ausbleibende Reformschritte als ein Indiz für mangelnde politische Bereitschaft gesehen, die Währungsunion als eine hinkende Konstruktion durch begleitende und nachfolgende politische Fundamentierung abzusichern.

Verbreitung von Halbwahrheiten

Verschiedene Beobachter – auch Repräsentanten der Zentralbanken – verweisen darauf, daß sogar die D-Mark in der ersten Hälfte der 80er Jahre dauerhaft gegenüber dem Dollar schwach

gewesen sei und daß sie sich danach kräftig erholt habe. Damit soll die Erwartung geweckt werden, daß die derzeitige Schwäche des Euro nicht ungewöhnlich sei und daß sich nach absehbarer Zeit der Trend wieder umkehren könne.

Doch ist diese Darstellung bloß die halbe Wahrheit, die zweite – entscheidende – Hälfte fehlt: Damals war allein der Dollar stark, nachdem Paul Volckers rigorose Hochzinspolitik die Inflationsmentalität in den USA gebrochen und dem Dollar wieder internationales Ansehen verschafft hatte. Die D-Mark wertete sich damals im Vergleich zu den wichtigsten europäischen Währungen – unter anderem auch gegenüber dem britischen Pfund – noch auf. Heute ist dagegen allein der Euro schwach, sogar die Währungen der Reformstaaten in Mittel- und Osteuropa – ich nenne Litauen und Lettland – sind gegenüber dem Euro aufgewertet worden. Die Verbreitung von Halbwahrheiten ist der Vertrauensbildung nicht förderlich.

Vertrauen ist das Gut, dessen eine Zentralbank am stärksten bedarf. Steht hinter dem von ihr emittierten Geld ein Sachwert wie z.B. Gold oder die akzeptierte Währung eines Leitwährungslandes, so wird das Vertrauen, das beispielsweise dem Leitwährungs-

¹ Concluding Statement of the IMF Mission on the Economic Policies of the Euro Area, Tz. 9 (internet: <http://www.imf.org/external/np/ms/2001/062701.htm>).

land entgegengebracht wird, übertragen. Die Europäische Zentralbank (EZB), die faktisch die Nachfolge der Deutschen Bundesbank als Hüterin der Ankerwährung antritt, muß sich dagegen das Vertrauen der Märkte erst noch erwerben, zumal Währungen mit bislang stark divergierenden Entwicklungen (Auf- bzw. Abwertungen) verschmolzen werden sollen. Daher muß die EZB den Märkten signalisieren, daß die neue Währung keine Mischung zwischen D-Mark und Drachme sein wird. Daher war erwartet worden, daß die EZB zunächst zu einer eher restriktiven Politik neigen würde, um sich Respekt zu verschaffen. Doch es kam anders.

Ein Fehlstart

Noch bevor die EZB ihre Arbeit aufnahm, gab es einen Fehlstart. Als Präsident war Wim Duisenberg vorgesehen; er galt als Garant der bewährten stabilitätsorientierten Politik. Doch waren schon im Vorfeld der Bestellung tiefgreifende Meinungsverschiedenheiten zwischen Frankreich und dem Rest der EU erkennbar. Diese belasteten die Brüsseler Konferenz (Mai 1998), auf der über die Mitgliedsstaaten der Währungsunion und das zu bestellende Personal entschieden wurde.

Schließlich wurde ein „Kompromiß“ gefunden, der dem Maasricht-Vertrag widerspricht und dessen Wortlaut und Inhalt die interessierte Öffentlichkeit nicht kennt. Frankreich bestand darauf, daß Duisenberg noch vor Beginn der zweiten Amtshälfte als Präsi-

dent abgelöst werde. Duisenberg soll zugesichert haben, daß er die Amtszeit von acht Jahren angesichts seines vorgerückten Alters nicht ausschöpfen werde; er hat dann später betont, daß er sich auf keinen Fall festgelegt habe. Was auch immer besprochen wurde, der Präsident war bereits beschädigt, bevor er sein Amt antreten konnte.

Die erste nach außen sichtbare Amtshandlung der EZB und ihres Präsidenten war die konzertierte Senkung des für die Bankenrefinanzierung maßgeblichen Zinssatzes auf einheitlich 3,0% (9. Dezember 1998). Alle zur Währungsunion zählenden Zentralbanken waren daran beteiligt.

Für die Bundesrepublik Deutschland war dies eine Rücknahme um 30 Basispunkte, also von 3,3 auf 3,0%, für Spanien dagegen um 175, in Portugal um 210 und in Irland sogar um 335 Basispunkte. Die höheren Zinsen dort waren notwendig gewesen, um die Konjunktur nicht überborden zu lassen und die Inflation in Schach zu halten. Diese starke Reduktion mußte in diesen Ländern daher zu starken Preissteigerungen führen, wie es dann auch tatsächlich geschehen ist.

Der Rat der Finanz- und Wirtschaftsminister (Ecofin-Rat) hat im Frühjahr 2001 Irland und später auch Portugal wegen der hohen Inflationsrate und wegen der nicht angemessenen, weil zu expansiven Finanzpolitik „blaue Briefe“ geschickt, doch war die hohe Inflationsrate nicht lascher Finanzpolitik, sondern zu reichlicher Geldmengenversorgung geschuldet².

³ O. V.: EZB läßt Zweifel an Strategie, in: vwd, Währungsunion Finanz, Nr. 15 vom 12.4.1999, S. 5.

Am 9. April 1999 folgte eine zweite Zinssenkung um 50 Basispunkte, wobei der Zeitpunkt und das Ausmaß die Märkte überraschte. Dabei zeigten alle monetären Indikatoren für den Zeitraum, für den Daten verfügbar waren – Vergleich November/Dezember 1998 gegenüber Januar/Februar 1999 – eine deutliche Beschleunigung der monetären Expansion. Duisenbergs Begründung für die starke Zinssenkung, die Geldpolitik habe ihre Aufgabe erfüllt und erwarte nun politische Reformschritte, hat Erstaunen ausgelöst. Der international renommierte Geld- und Währungsexperte Jürgen von Hagen fragte, warum Zinssenkungen Regierungen zu Reformen ermutigen sollten; in der Regel bewirke ein solcher Schritt das Gegenteil³.

Schritt in die falsche Richtung

Die starke Geldmengenexpansion, anziehende Preise und eine andauernde Abwertungstendenz des Euro zeigten, daß die Zinssenkung ein Schritt in die falsche Richtung war; bereits im Juni 1999 betonten maßgebliche Vertreter der EZB aufziehende Inflationsgefahren. Nach knapp sieben Monaten (5. November 1999) revidierte die EZB ihre falsche Entscheidung. Sie hat dann in kleinen Schritten den maßgeblichen Zinssatz bis auf 4,75% (6. Oktober 2000) angehoben. Dann schwächte sich die Konjunktur in den USA, aber auch im Euro-Raum deutlich ab.

Die US-Zentralbank reagiert seit Beginn des Jahres 2001 mit Zinssenkungen von jeweils 50 Basispunkten. Der Druck auf die EZB wuchs, diesem Beispiel zu folgen. Wenn man die Kommentare der Bankenvolkswirte las, so gewann man den Eindruck, als wollten sie

² Zur Problematik, daß ein geldpolitischer Mantel nicht allen Mitgliedern paßt, vgl. Wilhelm Hankel, Wilhelm Nölling, Karl Albrecht Schachtschneider, Joachim Starbatty: Die Euro-Illusion. Ist Europa noch zu retten?, Reinbek bei Hamburg 2001, S. 82-91.

die Zinssenkung geradezu herbeischreiben. Die EZB blieb standhaft; vor dem Europäischen Parlament verteidigten Repräsentanten der EZB ihren Kurs als eine „Politik der ruhigen Hand“. Der Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Jürgen Stark, lobte die EZB, weil sie dem Druck „mit guten Argumenten“ standgehalten habe⁴. Tage später hat die EZB die Zinsen gesenkt – um 25 Basispunkte (10. Mai 2001). Dabei sind im Mai die Preise sprunghaft angestiegen.

Mit ihrer Entscheidung hat sich die EZB selbst in eine Dilemma-Situation manövriert. Die Zinssenkung signalisiert den Märkten, daß die Notenbank die Gefahren eines konjunkturellen Abschwungs mehr fürchtet als die Inflation. Mit einer Senkung von 25 Basispunkten kann eine Abwärtsbewegung freilich nicht aufgehalten werden; also werden weitere Zinssenkungen erwartet. Sollte die EZB diesen Erwartungen mit Zinssenkungen entsprechen, wird sie sich mit der Frage konfrontiert sehen, wie ernst sie ihren stabilitätspolitischen Auftrag nehme. Sollte sie auf Zinssenkungen verzichten, hat sie konjunkturell nichts bewirkt, wohl aber ihrer Glaubwürdigkeit geschadet.

Ambivalente Strategie

Diese leidet auch darunter, daß die Marktteilnehmer ein klares Verständnis der Zwei-Säulen-Strategie der EZB (Geldmengen- und Inflationsziel) vermissen ließen, wie der Internationale Währungsfonds festgestellt hat⁵. Zwar bemüht sich

die EZB um Transparenz ihrer jeweiligen Entscheidungen, doch liegt das Problem wohl eher darin, daß die Strategie der EZB selbst ambivalent ist. Orientierte sie sich bloß an der Säule „Geldmenge“, dann könnte die Öffentlichkeit beurteilen, ob die Politik mit dem Konzept übereinstimmt, und sie könnte sich darauf einstellen.

Dies war bei der Bundesbank der Fall – zumindest annähernd. Wenn wir es in ein Bild fassen: Die Bundesbank hatte sich vorgenommen, „einbahnig“ zu fahren – mit ihrer Orientierung an der Geldmenge; kam sie von ihrer Bahn ab, dann hat sie dies eine Zeit lang kaschiert, teilweise mit erstaunlichen Argumenten. Aber sie selbst und auch die interessierte Öffentlichkeit wussten, dass sie von ihrer Bahn abgekommen war; der Kurs wurde schließlich korrigiert. So haben die internationalen Kapitalanleger ihren Kurs „lesen“ können.

Immunisierung gegen Kritik

Im Unterschied dazu fährt die EZB mit ihrer Zwei-Säulen-Strategie „zweibahnig“. Wenn sie von der monetären Bahn abkommt, kann sie dieses Abweichen mit Hilfe der Zwei-Säulen-Strategie rechtfertigen. Bei einem stärkeren Geldmengenwachstum als angekündigt kann sie gegebenenfalls darauf verweisen, daß die Inflationsrate nicht zu Besorgnissen Anlaß gebe. Liegt aber auch die Inflationsrate über der von ihr tolerierten Marge von 2%, dann kann sie ihren expansiven Kurs mit dem Hinweis rechtfertigen, daß sie für das nächste Jahr ein Absinken der Inflationsrate unter 2% erwarte. Fehler sind da kaum nachweisbar; insofern besteht auch kein Grund zu Korrekturen.

Damit hat die EZB ihre Strategie nahezu perfekt gegen Kritik immunisiert, allerdings um den Preis, dass Transparenz und Informationsgehalt verloren gingen. So haben viele Beobachter den Eindruck, dass die EZB mit ihrer Zwei-Säulen-Strategie im Grunde eine Politik diskretionärer Konjunktursteuerung betreibt.

Den Märkten Respekt abnötigen

Vertrauen erwirbt die EZB nicht, wenn sie tut, was die Märkte erwarten; sie muß den Märkten Respekt abnötigen. Auch hier ist die Bundesbank vorbildhaft gewesen. In kritischen Momenten hat sie – bei aller diplomatischen Biegsamkeit – Konsequenz und Standfestigkeit bewiesen. Erinnerung sei an die Währungsturbulenzen im Europäischen Währungssystem (EWS), als zunächst – im Herbst 1992 – einige Mitglieder aus dem Währungsverbund ausschieden und ein knappes Jahr später (August 1993) die Bandbreite von $\pm 2,25\%$ auf $\pm 15\%$ ausgeweitet wurde.

Der international bekannte Währungsspekulant George Soros hat auf die Frage, woher er die entscheidenden Informationen bezogen habe, um auf die richtigen Währungen setzen zu können, geantwortet, er habe darauf vertraut, daß die Deutsche Bundesbank letztlich ihrem stabilitätspolitischen Auftrag treu bleibe. Allgemein formuliert: Vertrauen gewinnt die EZB, wenn ihre Politik durch Konsequenz berechenbar wird. Ihr Kurs muß so überzeugend sein, daß sie anderen Zentralbanken als „stabilitätspolitischer Leuchtturm“ den Weg weist, so wie es früher die Deutsche Bundesbank getan hat.

⁴ Stark: EZB durch Zinsstreit gestärkt, in: Börsen-Zeitung, vom 2. Mai 2001. – Abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 21/2001, S. 12.

⁵ Concluding Statement of the IMF, a.a.O., Tz. 8.

Peter Bofinger

Die „normale Wissenschaft“ und ihr Kampf mit der Euroschwäche

Thomas Kuhn¹ beschreibt die „normale Wissenschaft“ als „einen rastlosen und hingebungsvollen Versuch (...), die Natur in die von der Fachausbildung vorgegebenen Begriffsschubladen hineinzuwängen“. Die seit zweieinhalb Jahren andauernde „Euroschwäche“ bietet ein wunderschönes Beispiel dafür, wie sich die „normale“ Volkswirtschaftslehre bemüht, mit den Anomalien zu Recht zukommen, die sich dabei für das vorherrschende Paradigma der Wechselkursstheorie stellen.

Die Abwertung des Euro begann unmittelbar nach seiner Einführung im Januar 1999. Für die meisten Ökonomen stand dabei von Anfang an zweifelsfrei fest, dass eine solche Entwicklung vorrangig mit fundamentalen wirtschaftlichen Ursachen zu begründen sei. Die gleichsam offizielle Bestätigung konnte man frühzeitig in der „stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie“ der EZB finden, die im Bulletin vom Januar 1999 veröffentlicht wurde²: „In der derzeitigen Situation, in der es weder eine förmliche Wechselkursvereinbarung noch eine allgemeine Orientierung gibt, ist der Euro-Wechselkurs das Ergebnis aktueller und erwarteter geldpolitischer und anderer Maßnahmen inner- und außerhalb des Euro-Währungsgebiets sowie der damit verbundenen Einschätzung seitens der Marktteilnehmer.“

Suggestive Begründungen

In Anbetracht der makroökonomischen Datenlage boten sich damals sowohl die Zinsdifferenz wie auch das Wachstumsdifferential zwischen den Vereinigten Staaten

und Euroland als fundamentale Erklärung an. Den meisten „Analysten“ erschienen beide Begründungen so suggestiv, dass man selten nach den tieferliegenden theoretischen Erklärungen fragte. Dabei hätte man rasch erkannt, dass der Einfluss realer Wachstumsunterschiede in der Währungstheorie relativ begrenzt ist. Sie lassen sich am besten im Rahmen des monetären Ansatzes zur Wechselkursdetermination abbilden. Dabei muss man zunächst einmal unterstellen, dass die Notenbanken eine Geldmengensteuerung betreiben, bei der sie nicht auf das aktuelle reale Wachstum reagieren. Aber auch dann wirken Wachstumsunterschiede nur mittelbar über ihre Effekte auf die nationalen Zinssätze. Dabei gilt es aber zu berücksichtigen, dass Zinsdifferenzen für sich genommen noch keine eigenständige Erklärung des Wechselkurses bieten können. Wie die Zinsparitätentheorie lehrt, kommt es dafür noch entscheidend darauf an, wie die Wechselkursänderungserwartungen gelagert sind.

Das Beispiel des japanischen Yen verdeutlicht dies in eindrucksvoller Weise. Obwohl das Wachstum in Japan in der Zeit von 1999 bis heute ständig schwächer ausfiel als in Euroland und damit zu einem permanenten Zinsvorsprung des Euro gegenüber dem Yen führte, wertete der Euro gegenüber der japanischen Währung kaum weniger ab als gegenüber dem Dollar.

Die zweifelhafte theoretische Dignität einer Wechselkurserklärung

¹ Thomas Kuhn: Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen, Frankfurt am Main 1976, S. 18.

ung mittels der Unterschiede im realen Wachstum zeigen auch die Schaubilder 1 und 2. Sie lassen erkennen, dass es über längere Zeiträume keine systematischen Zusammenhänge zwischen realen Wachstums- oder nominellen Zinsdifferenzialen auf der einen und den Veränderungen des DM-Dollar-Wechselkurses auf der anderen Seite gibt. Was dabei auch ins Auge fällt ist die Tatsache, dass der Wechselkurs sehr viel stärker schwankt als die Veränderungen in den makroökonomischen „fundamentals“. Damit scheint das von Shiller³ für die Aktienmärkte beobachtete Phänomen der „excess volatility“ auch für den Devisenmarkt zu gelten. Der völlige Zusammenbruch beider Erklärungsmuster musste dann im Frühjahr 2001 konstatiert werden. Die kurzfristigen Zinsen sind in den Vereinigten Staaten mittlerweile niedriger als in Euroland, was vor allem einen Umschwung im Wachstumsdifferential reflektiert, gleichwohl kam es zu keiner Trendwende beim Wechselkurs.

Geringe Durchdringung

Die geringe theoretische Durchdringung dieser Zusammenhänge zeigte sich in den letzten Monaten auch daran, dass in der Diskussion oft nicht mehr klar war, mit welchem Vorzeichen sich Zinsänderungen auf den Wechselkurs auswirken würden. So wurde befürchtet, eine Zinserhöhung der EZB könne den Euro schwächen, weil

² Europäische Zentralbank: Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, Monatsbericht Januar 1999, S. 43-56, hier S. 45.

³ Robert Shiller: Irrational Exuberance, Princeton University Press 2000.

dann das Wachstum in Euroland gebremst werde. Wie die obige Erklärung mittels des monetären Ansatzes verdeutlicht, hat man dabei die beiden Größen als direkte mit der indirekte Determinanten des Wechselkurses in unangemessener Weise vertauscht.

Ähnlich ad hoc wie die Versuche einer makroökonomischen Wechselkursdeutung erscheinen alle Bestrebungen, die Euroschwäche „strukturell“ zu erklären. Dazu gehören die Verweise auf die Verkrustungen der europäischen Arbeitsmärkte, auf die fehlende politische Koordination und Integration der Mitgliedsländer der Währungsunion sowie auf die bevorstehende Osterweiterung. Dem Laien mögen solche Erklärungen plausibel erscheinen, für den Ökonomen stellt sich dabei aber das Problem, wie all dies mit der Theorie der „effizienten Märkte“ vereinbart werden kann.

Danach verändert sich der Wechselkurs nur dann, wenn die Marktteilnehmer mit neuen Informationen („news“) konfrontiert werden. Alle genannten „strukturellen“ Schwierigkeiten des Euro-raums waren jedoch zum 1. Januar 1999 bestens bekannt und hätten somit schon bei dem Anfangskurs von 1,17 \$/Euro „eingepreist“ sein müssen. Für eine danach einsetzende Abwertung um rund 30% können diese Faktoren nur dann herangezogen werden, wenn man die für die „normale“ Wissenschaft fundamentale Annahme der Markteffizienz aufgibt. Wiederum hätte auch der Vergleich mit Japan schon früh zu denken geben müssen. Selbst die strengsten Kritiker von Euroland würden wohl kaum so weit gehen, unsere strukturellen Probleme stärker zu gewichten als die der japanischen Wirtschaft.

* Hans-Werner Sinn, Frank Westermann: Why Has the Euro Been Falling? An Investigation into the Determinants of the Exchange Rate, Paper für den Workshop „Exchange Rate and Monetary Policy Issues“, Institute for Advanced Studies, Vienna, April 19-20, 2001.

Rückgang der DM-Bargeldbestände

Wie sehr die „normale“ Wissenschaft sich mittlerweile in die Ecke gedrängt sieht, verdeutlicht die hohe Attraktivität eines von Hans-Werner Sinn in die Diskussion gebrachten Arguments. Der Euro sei schwach, weil in Osteuropa und in den GUS-Ländern DM-Bargeldbestände gegen Dollar-Banknoten umgetauscht würden. Für den gesamten Zeitraum von 1999 und 2000 kommen Sinn und Westermann⁴ dabei auf einen Rückgang der DM-Bargeldbestände von 18 Mrd. Euro.

Wenn man als theoretische Begründung hierfür wiederum den

monetären Ansatz zur Wechselkursklärung heranzieht, stellt sich das Problem, dass die für diesen Ansatz relevante Geldmenge M3 in Euroland in den Jahren 1999/2000 mit rund 5% jährlich eher etwas zu stark gestiegen ist, so dass sich kein generelles Nachfragedefizit konstatieren lässt. Zudem beläuft sich der geschätzte Rückgang der DM-Bestände auf lediglich 0,3% der Geldmenge M3. Auch im Vergleich zu anderen wechselkursrelevanten Strömen wirkt die sinkende Nachfrage nach DM-Banknoten recht bescheiden. So hat sich beispielsweise die amerikanische Leistungsbilanz in den Jahren 1999 und 2000 kumuliert um rund 400 Mrd. \$ gegenü-

Schaubild 1
Zinsdifferenz und Wechselkurs

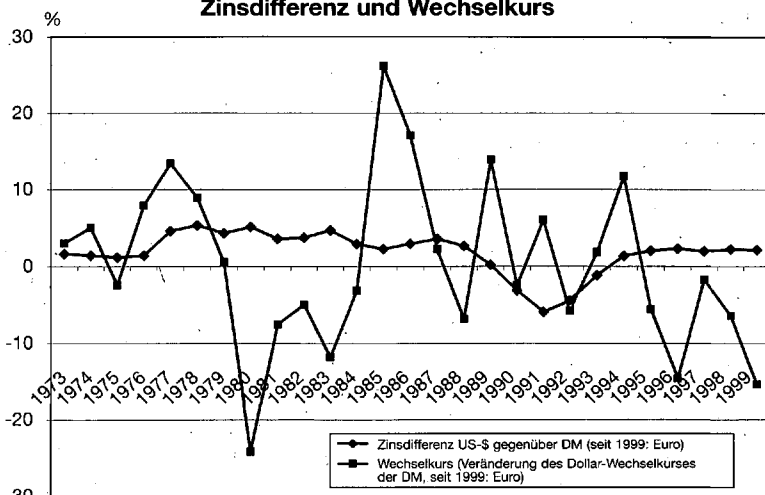
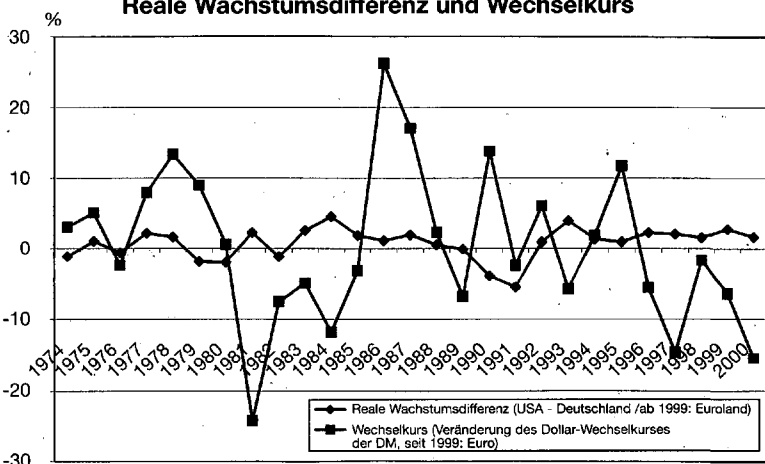


Schaubild 2
Reale Wachstumsdifferenz und Wechselkurs



ber dem Niveau zu Beginn der Währungsunion verschlechtert.

Natürlich wird die Leistungsbilanz von allen Anhängern der „normalen“ Wissenschaft so gut es geht gemieden, obwohl diese Größe in allen Lehrbüchern als eine wichtige Determinante des Wechselkurses angesehen wird. Ähnlich ergeht es auch den Unterschieden in den Inflationsraten, die in der Kaufkraftparitätentheorie als eine zentrale Ursache für Wechselkursentwicklungen angesehen werden. Doch wie soll man es begründen, dass der Dollar gegenüber dem Euro aufwertet, obwohl der Preisaufruf in den Vereinigten Staaten ständig höher liegt als in Euroland?

Es ist sicherlich schwierig, den weiteren Kursverlauf des Euro zu prognostizieren. Sollte sein Abwertungstrend anhalten, so wird man jedoch mit hoher Sicherheit weiterhin die Gelegenheit haben, die „normale“ Wissenschaft bei ihrem „rastlosen und hingebungsvollen Versuch (...)“ einer fundamentalen Erklärung beobachten zu können. Dies hat sicherlich einen gewissen intellektuellen Reiz, aber es stellt sich dabei auch die Frage, ob solche Bemühungen mit einer effizienten Allokation von wissenschaftlichen Ressourcen vereinbar sind.

Eindeutige Befunde

Bei einer nur rudimentären Kenntnis des Funktionsweise eines Systems flexibler Kurse hätte man sich die ganze Arbeit der letzten Jahre eigentlich ersparen können. Schon im Jahr 1983 stellten Meese und Rogoff⁵ in einer ökonomischen Studie fest, dass marktbestimmte Wechselkurse von fundamentalen makroökonomischen Faktoren nur wenig be-

einflusst werden. Rund eine Dekade später ist bei Isard⁶ nachzulesen: „In short, neither the behavioural relationships suggested by theory, nor the information obtained through autoregression, provided a model that could forecast significantly better than a random walk. And furthermore, while the random walk model performed at least as well as other models, it predicted very poorly.“ Richard Lyons⁷ kommt in einem im Herbst erscheinenden Buch zu dem Befund: „Exchange-rate economics is in crisis. It is in crisis in the sense that current macroeconomic approaches to exchange rates are empirical failures.“

Warum tun sich die „Analysten“ wie auch die „normale“ Wissenschaft so schwer damit, diese eindeutigen ökonomischen Befunde zu akzeptieren? Bei den Analysten ist die Erklärung einfach. Viele von ihnen werden dafür bezahlt, fundamentale Begründungen zu produzieren. Wenn sie die Existenz eines Zusammenhangs wirtschaftlicher Daten zum Wechselkurs leugnen, gefährden sie unmittelbar ihren eigenen Arbeitsplatz.

Bei der „normalen“ Wissenschaft sind die Verhältnisse etwas komplizierter gelagert. Der größte Widerstand dürfte sich daraus ergeben, dass die gesamte Volkswirtschaftslehre auf einem fundamentalen Vertrauen in die Steuerungsfunktion des Preissystems aufgebaut ist. Die an den Devisenmärkten auf längere Sicht zu beobachtende Unabhängigkeit des Wechselkurses von wirtschaftlichen Gegebenheiten ist damit nur schwer zu vereinbaren.

Kein Grund zur Panik

Größere Probleme bereitet dieser Befund auch für die vorherrschende währungspolitische Doktrin der „two corner solutions“.

Demnach sollten sich Länder entweder für frei-flexible oder aber möglichst starre Wechselkurse entscheiden und von allen Zwischenlösungen Abstand nehmen. Wenn nun aber ein rein marktbestimmter Kurs zu völlig unberechenbaren Ausschlägen neigt, wird die makroökonomische Politik eines kleineren Landes bei flexiblen Kursen zu einem Lotteriespiel. Eine genauere Analyse der tatsächlichen Wechselkurspolitik in Ländern, die sich dem Internationalen Währungsfonds gegenüber als „independent floater“ bezeichnen, läßt auch erkennen, dass es nur wenige Regierungen und Notenbanken gibt, die sich uneingeschränkt auf dieses Spiel einlassen⁸.

Im Ganzen betrachtet ist die Euro-Schwäche also kein Grund zur Panik. Sie bestätigt vielmehr den seit zwei Jahrzehnten allgemein bekannten Befund, dass sich marktbestimmte Wechselkurse über mehrere Jahr hinweg ohne jeden Kontakt zu fundamentalen ökonomischen Daten entwickeln können. Wie von Thomas Kuhn beschrieben, hat sich die „normale“ Volkswirtschaftslehre bisher nach Kräften bemüht, diese „Anomalie“ in ihre vorgefertigten Begriffsschubladen zu stopfen. Es wäre jedoch allmählich an der Zeit, eine kopernikanische Wende in der Wechselkursstheorie und –politik einzuleiten. Damit eröffnete sich nicht nur die Chance, eine Theorie der „Behavioral Finance“ für den Devisenmarkt zu entwickeln⁹, es würde damit auch eine Plattform für eine vorurteilslose Diskussion des „managed floating“ geschaffen.

⁵ Richard Meese, Kenneth Rogoff: Empirical Exchange Rate Models of the Seventies, in: Journal of International Economics, Vol. 14, 1983, S. 3-24.

⁶ Peter Isard: Exchange Rate Economics, in: Cambridge Surveys of Economic Literature, Cambridge 1995, S. 138.

⁷ Richard Lyons: The Microstructure Approach to Exchange Rates, erscheint bei MIT Press, Herbst 2001 (internet: <http://haas.berkeley.edu/~lyons/bookweb.pdf>).

⁸ Eine ausführliche Analyse der Politik des „managed floating“ findet man bei Peter Bofinger, Timo Wollmershäuser: Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order, Economic Papers Nr. 30, Würzburg 2001.

⁹ Peter Bofinger: Kann die Einführung des Euro-Bargelds die europäische Währung stabilisieren? Gedanken aus der Sicht der „Behavioral Finance“, erscheint in: Ifo-Schnelldienst, Juli 2001.