Der Niedergang des Euro

Der Euro hat seit seinem Start vor wenigen Monaten gegenüber dem Dollar erheblich an Wert verloren. Ist der Verlust an Außenstabilität des Euro ein Zeichen für sein Scheitern? Werden die Befürchtungen der Euro-Skeptiker bestätigt?

Rüdiger Pohl

Der Fall des Euro: kein Grund zur Panik

Wer hätte gedacht, daß der Wechselkurs der Währung einmal genauso wichtig wird wie der Wetterbericht? Die Abendnachrichten des Fernsehens melden täglich den Kurs des Euro gegenüber dem Dollar, sogar noch vor dem Wetter. Der Euro hat Nachrichtenwert. Erklärt werden die Kursbewegungen (vom Start des Euro an kräftig nach unten gerichtet) in der Regel nicht. Der Zuschauer mag sich selber denken, was er davon zu halten hat.

Für die emotionale Wahrnehmung in der Öffentlichkeit ist der Kursfall des Euro ohne Zweifel ein herber Rückschlag. Hatten nicht Millionen Deutsche erhebliche Vorbehalte gegen die Ablösung der bewährten D-Mark durch den unbekannten Euro gehabt? Waren nicht auch einige währungspolitische Auguren gegen den Euro zu Felde gezogen, sogar vor das Bundesverfassungsgericht (wenn auch ohne Erfolg)? In den Augen der Skeptiker mögen sich jetzt die schlimmsten Befürchtungen bestätigen: der Euro als Weichwährung. Manche Zeitungen veröffentlichen reißerische Katastrophenszenarien, man könnte den Euro schon am Ende wähnen.

Die emotionale Komponente ist ernst zu nehmen, weil sie zu Verunsicherung führen kann, was niemand wünscht. Andererseits: die breite Öffentlichkeit bleibt angesichts des Abwärtstrends des Euro erstaunlicherweise eher gelassen desinteressiert, wo sie auch alarmiert bis fassungslos sein könnte. Für die Gelassenheit gibt es allerdings guten Grund. Der Euro ist durch die Kursbewegungen der letzten Monate keineswegs disqualifiziert.

Was der Euro wert ist, läßt sich nicht bereits im Jahr eins seiner Existenz feststellen. Warten wir doch erst einmal ab, wie sich der Euro mittelfristig entwickelt. Auch zwischen der D-Mark und dem US-Dollar gab es in der Vergangenheit heftige Schwankungen. Nimmt man die letzten 15 Jahre, so pendelte die D-Mark, in Euro umgerechnet, zwischen 0,66 und 1,36 Dollar je Euro (Anfang Juli 1999 lag der Eurokurs um 1,02 Dollar). Niemand hat die D-Mark zu einer Schwundwährung erklärt, nur weil sie für Monate (manchmal sogar Jahre) gegenüber dem Dollar kräftig an Boden verloren hat. Und als sie an Boden gewann, wurde auch der Dollar nicht voreilig zur Auslaufwährung erklärt. Angesichts der in der Vergangenheit erlebten Kursschwankungen der D-Mark war und ist auch für den Euro mit Kursschwankungen zu rechnen; aktuell geht es abwärts, aber es werden Aufschwungphasen folgen.

Preisstabilität als Ziel der EZB

Es mutet zudem seltsam an, wenn Währungsexperten bis hin zu den Praktikern in den Zentralbanken nahezu einhellig die Auffassung vertreten, daß der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar gerade nicht in ein starres Korsett, gar in ein Regime fester Kurse gesteckt werden sollte, dann aber Irritationen entstehen, wenn sich der Wechselkurs auch wirklich bewegt. Oder plädiert jemand für ein flexibles Wechselkurssystem in der stillschweigenden Hoffnung, dort solle der Euro nur aufwerten, nie abwerten? Das wäre nun wirklich naiv. Es entspräche auch nicht den Vorgaben des Maastricht-Vertrags. Dort steht für den Euro nur ein Ziel, welches die Europäische Zentralbank einhalten muß: die Preisstabilität. Von einem stabilen Wechselkurs des Euro zum US-Dollar ist nicht die Rede.

Währungen nehmen durch das Auf und Ab der Wechselkurse, des Außenwertes, keinen Schaden, wenn die Stabilität ihrer Kaufkraft, des Binnenwertes, gewährleistet ist. Das ist die Erfahrung der D-Mark. Entscheidend für die Reputation des Euro ist daher nicht in erster Linie sein kurzfristiger Außenwert, sondern seine langfristige Binnenkaufkraft. Die Ausgangssituation ist ausgesprochen günstig: es gibt derzeit keinen Kaufkraftverlust des Euro. Auch sehen die Perspektiven für die Geldwertstabilität in Europa günstig aus. Weder ist ein inflationärer Verteilungskampf in Sicht, noch gibt es eine preistreibende Übernachfrage an den Märkten, und auch von den Weltmärkten droht kaum Ungemach.

Das muß freilich nicht so bleiben. Aktuell niedrige Preissteigerungen sollten nicht verleiten zu glauben, die Inflationsgefahr sei ein für allemal ausgemerzt. Auch die D-Mark wurde immer wieder einmal, was manche inzwischen vergessen haben, von inflationärem Auftrieb bedroht, die Geldwertstabilität mußte immer von neuem erkämpft werden. Wem am Euro liegt, der sollte der Europäischen Zentralbank (wenn es denn einmal zu Konflikten kommt) den Rücken stärken für eine Politik der strikten Geldwertstabilisierung und nicht die Stabilität des Wechselkurses einfordern. Gelingt die Stabilisierung des Binnenwertes (mindestens ebenso gut wie oder besser als außerhalb des Euro-Raumes), wird dies letztendlich auch der Wechselkurs reflektieren: es kommt zu keiner dauerhaften Abwertung.

Abwertungsdruck durch Zinsgefälle

Oder liegt hier vielleicht das Problem? Zeigt die aktuelle Abwertung des Euro womöglich, daß die Akteure an den internationalen Finanz- und Devisenmärkten tiefes Mißtrauen gegenüber der künftigen Geldwertstabilität im Euro-Raum hegen? Wäre es so, wäre die Euro-Abwertung wirklich alarmierend, nämlich Symptom für pessimistische Inflationserwartungen. Doch an diesem Erklärungsversuch ist nichts dran. Gäbe es ausgeprägte Inflationserwartungen für den Euro, müßte sich das in einer entsprechend hohen Inflationsprämie in den europäischen Zinsen niederschlagen. Doch die gibt es nicht. Die Zinsen in Europa befinden sich auf niedrigem Niveau, und auch auf einem Niveau sehr deutlich (um mehr als 100 Basispunkte) unter den US-amerikanischen Zinsen.

Dieses Zinsgefälle ist denn auch ein wichtiger Fundamentalfaktor, der den Euro unter Abwertungsdruck setzt. Das höhere Zinsniveau in den USA reflektiert die unterschiedliche Konjunkturdynamik in den beiden Währungsräumen. Die amerikanische Wirtschaft wächst recht kräftig, und dies seit erstaunlich langer Zeit; die europäische Wirtschaft dümpelt noch dahin. Sobald sich das europäisch-amerikanische Konjunkturgefälle einebnet (die aktuellen Konjunkturprognosen für Europa weisen nach oben), wird auch das Zinsgefälle schrumpfen. Die Wechselkursbewegung des Euro wird sich spätestens dann umkehren.

Dann kann es sogar zu einer kräftigen Abwertung des Dollar kommen; denn der Dollar leidet unter strukturellen Problemen, die durch die gute amerikanische Konjunktur noch überdeckt und deshalb so gerne ignoriert werden. Eines ist das massive Leistungsbilanzdefizit (gut 3% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt). Die Amerikaner sind zur Finanzierung ihrer Zahlungsbilanz auf Kapitalzuflüsse angewiesen. Wenn sie die nicht mehr durch einen signifikanten Zinsvorsprung aufrechterhalten (können), wird der Dollar unter Druck geraten. Das andere Problem ist, daß die Konsumfreude der Amerikaner auf dem unsicheren Fundament weiterer Aktienkursgewinne basiert. Wenn die ausbleiben, verliert Amerikas Konjunktur ihren Glanz. Zukunftsmusik zwar, aber so unangefochten ist der Dollar im Kern nicht, wie es sein gegenwärtiger Wechselkurs scheinbar spiegelt.

Andere Erklärungsmuster

Die Wechselkursbewegung auf Fundamentalfaktoren (hier: den konjunkturbedingten Zinsvorsprung der USA) zurückzuführen, hat immer einen Nachteil: die Entwicklung wird durch andere Einflußfaktoren überlagert. Und so finden wir denn auch eine Vielzahl von weiteren Erklärungsversuchen für den Kursrückgang des Euro; viele davon sind kurzlebig, manche tautologisch, andere schlecht begründet, wenige plausibel. Zu den kurzlebigen Erklärungen gehören Verweise auf News, die den hochsensiblen Devisenmarktakteuren angeblich relevante neue

Die Autoren
unseres Zeitgesprächs:

Prof. Dr. Rüdiger Pohl, 54, ist Präsident des Instituts für Wirtschaftsforschung Halle (IWH) und lehrt Volkswirtschaftslehre an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Prof. Dr. Renate Ohr, 46, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Außenwirtschaft an der Universität Hohenheim in Stuttgart.

Informationen vermitteln. In diese Kategorie gehörte der Kosovo-Krieg. Der wurde einmal als schlecht für den Euro interpretiert (weil der Kriegsschauplatz am Euro-Raum lag); dann beflügelte er angeblich wieder den Euro, weil der Wiederaufbau des Kosovo nach beendetem Krieg möglicherweise europäischen Firmen besonders viele Aufträge verschafft. Der Kosovo-Krieg ist vorbei, am Eurokurs zeigt sich aber nichts.

Zu den tautologischen Erklärungsmustern gehört der Verweis auf politisches Fehlverhalten: Wenn etwa politischer Druck auf die Europäische Zentralbank (wie zu Zeiten des ehemaligen Finanzministers Lafontaine) für den Kursrückgang verantwortlich gemacht wird und auf die Frage, wie man das belegen könnte, nur auf den fallenden Kurs selbst verwiesen wird. Erklärt ist hier in Wahrheit nichts, was sich im vorliegenden Fall spätestens gezeigt hat, als der Finanzminister zurücktrat und der Euro trotzdem weiter fiel. Unbedachte Politikerworte, wie die des designierten EU-Kommissionspräsidenten Prodi über Gefährdungen für die weitere Teilnahme Italiens am Euro, können Stimmung gegen eine Währung machen, aber sie bestimmen den Kurstrend nicht.

Zu den schlecht begründeten Erklärungen gehört eine, die auf den ersten Blick eigentlich überzeugend wirkt: die Rolle der Staatsdefizite. Europa hatte sich mit dem Stabilitätspakt einen Abbau der Staatsdefizite vorgenommen – nun will Italien Spielraum für höhere Defizite haben. Manche sehen darin einen Schlag gegen den Euro. Warum eigentlich? Sie stellen keine Gefahr für den Euro dar. Da die Europäische Zentralbank Staatsdefizite nicht finanzieren darf, auch italienische nicht, kommt es aus dieser Quelle nicht zu einer inflationären Geldschöpfung.

Man kann ja über Staatsdefizite kontrovers diskutieren (weil sie zum Beispiel private Kapitalmarktmittel für öffentliche Ausgaben zu Lasten privater Investoren beanspruchen), aber mit der Währung haben sie direkt nichts zu tun. Wir neigen fatal dazu, den Kursfall des Euro als Beleg für alles zu nehmen, was uns an Europa mißfällt, von der Finanzpolitik bis hin zu den Arbeitsmarktregulierungen. Halten wir die Dinge lieber auseinander!

Verselbständigung von Erwartungen

Zu den plausiblen, gleichwohl nicht fundamentalen Wechselkurserklärungen gehört die mögliche Verselbständigung von Erwartungen. Es handelt sich um das, was die Theoretiker Seifenblase nennen: Kursbewegungen, die sich von den Fundamentalfaktoren entfernen, dennoch aber rational sind, weil die Akteure diese Kursbewegungen erwarten und in ihren Erwartungen nicht enttäuscht werden. Wir kennen das Phänomen von den Aktienmärkten. So etwas scheint auch dem Euro zu widerfahren: Die Abwertung des Euro verstärkt sich, weil manche Devisendispositionen in der Erwartung einer weiteren Abwertung vorgenommen werden. Beweisen kann man das nicht, möglich ist es aber. Manche Kommentierungen von Devisenhändlern, die angesichts eines rückläufigen Kurses nun „die Eins" sehen wollen (also einen Kurs von 1 Dollar je Euro), legen das nahe. Solche Seifenblasen platzen früher oder später (auch eine Erfahrung von den Aktienmärkten) und decken dann auf, daß die Kursbewegungen zuvor „übertrieben" waren.

Es fällt dem geübten Interpreten nicht schwer, jenseits der fundamentalen Wechselkursimpulse diverse Tagesereignisse für die Kurserklärung heranzuziehen. Da sie dauernd wechseln und ohnehin nicht empirisch verifiziert werden können, taugt das freilich wenig für das Verständnis der trendmäßigen Wechselkursbewegungen. Schlußfolgerung: verlassen wir uns ruhig auf die Fundamentalfaktoren der Wechselkurserklärung, wohl wissend, daß diese Faktoren von anderen überlagert sein können und hinnehmend, daß sich Wechselkurse von den fundamentalen Werten entfernen können aus Gründen, die wir meistens nicht so genau wissen oder nachweisen können. Im Fall des Euro ist das aber bisher unproblematisch: Die Fundamentalfaktoren (hier: konjunkturbedingtes Zinsgefälle) liefern eine hinreichend gute Erklärung für den Kursrückgang.

Euro als internationale Reservewährung

Daß der Euro gegenwärtig eine schlechte Presse hat, liegt schließlich auch daran, daß die Wechselkursabwertung der Erwartung widerspricht, der Euro würde dem US-Dollar Marktanteile in der Welt abnehmen. Aufgrund der Größe des Euro-Wirtschaftsraumes sollte der Euro im Vergleich zu seinen Vorgängerwährungen (auch der D-Mark) ein größeres Gewicht als internationale Transaktionswährung erlangen, der Dollar sollte Anteile verlieren. Als Reservewährung und Denominationswährung für internationale Kapitaltitel sollte der Euro mehr Gewicht haben als die vorherigen Währungen in der Summe. Die Erwartung einer Reallokation der internationalen Portefeuilles zu Lasten des Dollar und zugunsten des Euro hätte eigentlich den Wechselkurs ansteigen lassen müssen.

Wenn das die Erwartungen waren, sind sie jedenfalls bisher ent-

täuscht worden. Das heißt aber nicht, daß der Euro zweitklassig ist und es bleibt. Unterstellt, die europäische Wirtschaft zeigt Leistung, wird sich das auf die Dauer auch in der verstärkten Nutzung des Euro in der Welt niederschlagen. Es geht ja nicht um die Verdrängung des Dollar, mehr um die Koexistenz zweier beherrschender Währungen in der Welt (der Yen mag als Dritter dem Bunde hinzutreten). Dieser Prozeß braucht Zeit.

Auch wenn man mittelfristig dem Euro Kraft zutraut, ist die Frage berechtigt, ob den kurzfristigen Schwankungen des Wechselkurses nicht begegnet werden müßte. Anders ausgedrückt: können wir uns den gegenwärtigen Rückgang des Eurokurses eigentlich leisten, wenn er doch unter das mittelfristig zu erwartende Niveau führt?

Koordination der Währungspolitik

Diese Frage zielt unmittelbar auf eine europäisch-amerikanische Koordination in der Währungspolitik. Denn der Volatilität des Euro-Dollar-Kurses könnte nur durch ein abgestimmtes Verhalten der Zentralbanken beider Währungsräume begegnet werden. Die Frage ist aber, wie problematisch die Volatilität wirklich ist. Wechselkursschwankungen könnten ein Problem für den internationalen Warenhandel werden, weil die Austauschbedingungen für Export und Import destabilisiert werden. Hier hat die Empfindlichkeit Europas allerdings stark abgenommen, da der Handel zwischen den Teilnehmerländern der Europäischen Währungsunion nunmehr zu konstanten Wechselkursen abgewikkelt wird. Durch den Euro ist der internationale Koordinierungsbedarf mit Blick auf die Gütermärkte und den Außenhandel also gesunken.

Das kann nicht ohne weiteres auf die Finanzmärkte übertragen werden, die heute in der Welt aufs engste verflochten sind. Wechselkursschwankungen bewirken Verschiebungen des relativen Wertes zwischen Vermögenstiteln, die in Dollar und in Euro denominiert sind. Unterstellt man risikoaverses Verhalten der Anleger, wird Wechselkursvolatilität das Engagement der Anleger in fremder Währung beeinträchtigen. Weniger volatile Wechselkurse sind mithin für die internationale Allokation des Kapitals günstiger als hoch volatile Wechselkurse.

Grund genug für eine europäisch-amerikanische Koordinierung mit Blick auf eine Wechselkursstabilisierung? Kaum! Denn auf die empirische Bedeutung des Effektes kommt es an. Und die ist eher gering. Die explosionsartige Ausweitung des internationalen Kapitalverkehrs in den letzten Jahren ist ein Beleg dafür, daß die weltweite Kapitalallokation durch die Wechselkursvolatilität kaum beeinträchtigt worden ist, jedenfalls nicht spürbar. Ohnehin spielt für die realwirtschaftlich besonders relevanten langfristigen Kapitalströme die kurzfristige Wechselkursvolatilität eine untergeordnete Rolle. Empfindliche Störungen der internationalen Kapitalallokation, die mit den Ereignissen in Südostasien, Rußland oder Brasilien zusammenhängen, haben denn auch ganz andere Ursachen als die Wechselkursvolatilität.

Alles in allem haben Wechselkursschwankungen, wie sie im D-Mark-Dollar-Kurs zum Ausdruck gekommen sind, keine nennenswerten Verwerfungen in der internationalen Kapitalallokation ausgelöst. Solange die Euro-Dollar-Kursvolatilität nicht über das Maß hinausgeht, welches zwischen D-Mark und Dollar kennzeichnend war, gibt es keinen plausiblen Grund, auf eine besondere europäisch-amerikanische Koordination in der Wechselkurspolitik zu drängen. Damit erübrigt sich auch die weitergehende Frage, ob es einer solchen Politik überhaupt gelingen würde, die Volatilität der Wechselkurse wirksam einzuschränken und um welchen Preis (etwa der Vernachlässigung stabilitätspolitischer Ziele?) es möglich wäre.

Freilich bedeutet das nicht, daß sich die Europäische Zentralbank immer und unter allen Umständen eigener Interventionen an den Devisenmärkten enthalten müßte. Wenn sich die berühmten Seifenblasen in der Wechselkursentwicklung aufblähen, d.h., wenn sich eine fundamental nicht mehr zu begründende Wechselkursdynamik immer mehr verstärkt, mag die Intervention zum Platzen der Seifenblase beitragen. Solche Fälle bleiben aber die Ausnahme. Und die Europäische Zentralbank wird hier sehr vorsichtig sein müssen. Denn wenn die Intervention erfolglos bleibt, wird das einer aus den Fugen geratenen Wechselkursbewegung erst recht noch Impulse geben.

Ein „schlimmes Szenario"

Faßt man alles zusammen, besteht angesichts der Wechselkursentwicklung des Euro kein Grund zur Panik. Läuft die Argumentation nicht aber darauf hinaus, jedwede noch so starke Abwertung des Euro glattzureden? Das wäre fatal. Daher soll hier ein Abwertungsszenario für den Euro beschrieben werden, das in der Tat besorgniserregend wäre. Es wäre dann der Fall, wenn in der Abwertung des Euro die berechtigte oder begründete Erwartung der Finanzmärkte zum Ausdruck käme, daß der Euro

im Vergleich zum konkurrierenden Dollar an Kaufkraft verliert.

Das könnte geschehen, wenn die Geldpolitik und damit die Europäische Zentralbank mißbraucht würde: zur Finanzierung von Staatsdefiziten (obwohl das im Maastricht-Vertrag eigentlich untersagt wurde), zur Ankurbelung einer europäischen Wirtschaft, die aufgrund ihrer Verkrustungen und Ineffizienz schließlich zum letzten Mittel, der inflationären Geldpolitik greifen muß. Der Mißbrauch würde es der Europäischen Zentralbank nicht erlauben, Reputation als unabhängige, stabilitätsbewußte Zentralbank aufzubauen. Dies ist ein schlimmes Szenario. Es hat mit der Situation von heute aber nichts zu tun.

Renate Ohr

Euroschwäche – Wasser auf die Mühlen der Euro-Kritiker?

Als jahrelange Kritikerin einer zu früh begonnenen Europäischen Währungsunion wird man zur Zeit immer wieder gefragt, ob die aktuelle Außenschwäche des Euro nicht ein willkommener Beweis dafür sei, daß die Euro-Skeptiker wohl die realistischere Sichtweise hatten. Die Euro-Befürworter prophezeiten schließlich seinerzeit einen Euro „so hart wie die D-Mark". Die Kritiker dagegen mahnten an, daß die Stärke einer Währung nicht einfach auf eine andere Währung übertragbar sei und es eine Reihe von Risiken für die erhoffte anhaltende Stabilität der neuen Gemeinschaftswährung gäbe.

Doch woran wird überhaupt die Stärke und Stabilität einer Währung festgemacht? Zum einen zeigt sich die Qualität einer Währung im Grad der Binnenstabilität, d. h. in der Kaufkraft gegenüber inländischen Gütern und Dienstleistungen. Zum anderen dokumentiert sie sich in der Stärke des Austauschverhältnisses gegenüber anderen Währungen. Eine Währung, die kaum je abwertete – und damit auch nicht abwertungsverdächtig ist – gilt als harte Währung.

Zumindest langfristig sind Binnenstabilität und Außenstabilität nicht unabhängig voneinander, da eine Währung mit niedriger Inflationsrate auch als Anlagewährung attraktiv ist, wodurch der Außenwert ebenfalls stabilisiert wird. Eine Währung mit im internationalen Vergleich hoher Binnenstabilität hat mittel- und langfristig eine Aufwertungstendenz. Kurzfristig können sich allerdings andere Einflußfaktoren auf die Wechselkursentwicklung durchsetzen, die vor allem von den Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige allgemeine Wirtschaftsentwicklung, aber auch über die Zinsentwicklung oder über Leistungsbilanz- und Budgetentwicklung geprägt sind.

Erfolge bei der Binnenstabilität

Die D-Mark war vor allem durch eine sehr hohe Binnenstabilität gekennzeichnet und damit verbunden zumeist auch durch eine hohe Außenstabilität, insbesondere gegenüber den europäischen Partnern. Gegenüber Dollar und Yen wies die D-Mark allerdings temporär starke Schwankungen auf, d.h., hier fanden dann zeitweilig auch signifikante Abwertungen statt: Zum Beispiel wertete die D-Mark von Anfang der 80er Jahre bis 1985 gegenüber dem Dollar um ca. 50% ab, zwischen Ende 1992 und Anfang 1994 um etwa 17% und zwischen 1995 und 1997 um circa 25%. Dazwischen lagen allerdings zumeist entsprechende oder gar überproportionale Aufwertungsphasen. Auch gegenüber dem Yen verlor die D-Mark zwischen 1990 und 1991 knapp 18% an Wert und – nach einer zwischenzeitlichen Erholung – zwischen 1992 und 1994 rund 30%. Schließlich sank die D-Mark gegenüber dem britischen Pfund (nach langjährigen Phasen der Aufwertung) zwischen Ende 1995 und Anfang 1998 um mehr als 25%. Trotzdem gilt die D-Mark bis heute als der Prototyp einer harten und stabilen Währung!

Der Euro weist seit seinem Start vor sechs Monaten eine hohe Binnenstabilität auf. Auch wenn die derzeitige niedrige Inflationsrate noch weitgehend aus der stabilitätsorientierten Geldpolitik der nationalen Notenbanken vor dem Start der Währungsunion resultiert, sind doch auch heute noch keine Anzeichen erkennbar, daß sich daran kurzfristig etwas ändern könnte. Die aktuelle Außenschwäche des Euro ist somit nicht durch eine akute Verschlechterung der Binnenstabilität begründbar.

Allerdings ist die hohe Binnenstabilität gegenwärtig auch keine außergewöhnliche Leistung. So ist im internationalen Vergleich die durchschnittliche Inflationsrate aller Industrieländer kaum höher als die durchschnittliche Preissteige-