

EUROPÄISCHES PARLAMENT



---

*Generaldirektion Wissenschaft*

ARBEITSDOKUMENT

**WECHSELKURS  
UND  
GELDPOLITIK**

*Reihe Wirtschaftsfragen*

ECON 120 DE

Diese Veröffentlichung erscheint in

EN (Original), FR und DE.

Am Ende dieses Dokuments finden Sie eine Liste der anderen Veröffentlichungen in der Reihe Wirtschaftsfragen.

**HERAUSGEBER:** Europäisches Parlament  
L-2929 Luxemburg

**VERFASSER:** Ben Patterson, Dagmara Sienkiewicz, Xavier Avila

**REDAKTION:** Ben Patterson  
Generaldirektion Wissenschaft  
Abteilung für Wirtschafts-, Währungs- und Haushaltsangelegenheiten  
Tel.: (00352)4300-24114  
Fax: (00352)4300-27721  
E-Mail: GPATTERSON  
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Bei den dargelegten Ansichten handelt es sich um die des Verfassers, die nicht unbedingt der Position des Europäischen Parlaments entsprechen.

Nachdruck und Übersetzung - außer zu kommerziellen Zwecken - mit Quellenangabe gestattet, sofern der Herausgeber vorab unterrichtet und ihm ein Exemplar übermittelt wird.

Manuskript abgeschlossen im August 2000.

EUROPÄISCHES PARLAMENT



---

*Generaldirektion Wissenschaft*

ARBEITSDOKUMENT

**WECHSELKURS  
UND  
GELDPOLITIK**

*Reihe Wirtschaftsfragen*

ECON 120 DE

01-2001



## Inhalt

ZUSAMMENFASSUNG .....	5
WECHSELKURS-THEORIE .....	5
REALE UMRECHNUNGSKURSE .....	6
PREISE UND ZINSSÄTZE .....	7
DER EURO UND DIE EZB .....	8
IST EINE WECHSELKURSPOLITIK ÜBERHAUPT NOTWENDIG? .....	8
EINFÜHRUNG .....	11
"BENIGN NEGLECT" .....	13
DIE FOLGEN VON WECHSELKURSSCHWANKUNGEN .....	14
1. BESTIMMUNG DER WECHSELKURSE .....	19
1.1. DAS RATIONALE UND DAS IRRATIONALE .....	19
1.2. HANDEL UND ZAHLUNGSBILANZ .....	22
1.3. ZINSGEFÄLLE .....	24
1.4. OFFENE ZINSPARITÄT (UIP) .....	29
1.5. GIBT ES EINEN "RICHTIGEN" WECHSELKURS? .....	30
1.5.1. Kaufkraftparität (KKP) .....	31
1.5.2. Balassa-Samuelson .....	32
1.5.3. Ausländische Direktinvestitionen und Anlageinvestitionen .....	33
1.5.4. Fundamentale ausgewogene Wechselkurse (FEER) .....	36
2. DER EINFLUSS DES WECHSELKURSES AUF DIE GELDPOLITIK .....	39
2.1. DIE AUSWIRKUNG DER EURO-ABSCHWÄCHUNG AUF DIE PREISE .....	39
2.2. DIREKTE UND INDIREKTE EFFEKTE .....	41
2.3. MONETÄRE BEDINGUNGEN .....	43
2.4. ZINSEN .....	45
2.5. DER WECHSELKURS ALS ANTI-INFLATIONÄRES INSTRUMENT .....	48
2.6. DER WECHSELKURS ALS INDIKATOR .....	49
2.7. WELCHER WECHSELKURS? .....	50
2.8. WECHSELKURS UND WACHSTUM .....	53
2.9. IST EINE WECHSELKURSSTEUERUNG ÜBERHAUPT NOTWENDIG? .....	55
2.10. INTERVENTION .....	56
2.11. INSTITUTIONELLE PROBLEME .....	57
SCHLUSSFOLGERUNGEN .....	61
ZIELE .....	62
MECHANISMEN .....	63
MODELLE .....	64
EURO-WECHSELKURSPOLITIK .....	64
ANHANG I: FALLSTUDIE - DER POLNISCHE ZLOTY .....	69
ANALYSE .....	70
POLITISCHE PROBLEME .....	72
ANHANG II: ERGEBNISSE DER STANDARD-SIMULATIONEN AM INTERLINK-MODELL DER OECD .....	73
LITERATUR .....	77
JÜNGSTE VERÖFFENTLICHUNGEN DER REIHE WIRTSCHAFTSFRAGEN .....	81

### Tabellen, Diagramme und Kästen

DIAGRAMM 1: US-\$/€WECHSELKURS (JANUAR 1998 – AUGUST 2000).....	11
DIAGRAMM 2: HVPI UND ZU GRUNDE LIEGENDE INFLATION IM EURO-WÄHRUNGSBEREICH, JANUAR 1999 - JUNI 2000 .....	12
DIAGRAMM 3: WECHSELKURS UND BANDBREITE DER FLUKTUATION DES US-\$ GEGENÜBER DEM €(1987-2000).....	13
TABELLE 1: HANDEL DER USA UND DES EURO-WÄHRUNGSBEREICHES ALS ANTEIL AM BIP .....	17
KASTEN 1: SCHWIERIGKEITEN DER ZEICHENGABE .....	20
KASTEN 2: OPERIEREN AUF DEN DEVISENMÄRKTEN.....	21
TABELLE 2: ZAHLUNGSBILANZEN DES EURO-WÄHRUNGSBEREICHES UND DER USA, 1998/1999 .....	23
DIAGRAMM 4: DIFFERENZEN DER KURZFRISTIGEN ZINSEN IN DEN USA UND IM EUROWÄHRUNGSBEREICH UND DER WECHSELKURS (JANUAR 1998-JUNI 2000).....	25
DIAGRAMM 5: DIFFERENZEN DER KURZFRISTIGEN ZINSEN IN DEN USA UND IM EURO- WÄHRUNGSBEREICH UND DER WECHSELKURS (1990-2000). .....	26
DIAGRAMM 6: DIFFERENZEN DER KURZFRISTIGEN ZINSEN IN DEN USA UND IM EURO WÄHRUNGSBEREICH UND DER WECHSELKURS (JANUAR 1998-JUNI 2000). .....	27
DIAGRAMM 7: DIFFERENZEN DER RENDITEN VON 10-JÄHRIGEN STAATSANLEIHEN UND DER WECHSELKURS (MONATLICHE MITTEL). .....	28
DIAGRAMM 8: NETTO-DIREKT- UND ANLAGEINVESTITIONEN: MRD. €(BIS ENDE 1998: MRD. ECU) .....	34
TABELLE 3: STEUERLICHER "ELENDS-INDEX" .....	35
DIAGRAMM 9: AUSLÄNDISCHE DIREKTINVESTITIONEN (FDI) IN DEN GROSSEN VOLKSWIRTSCHAFTEN DER EU (MILLIONEN €).....	35
DIAGRAMM 10:PREISENTWICKLUNG IN DER EU, 1997/9 .....	40
DIAGRAMM 11:VERBRAUCHER-, ERZEUGER- UND IMPORTPREISE IM EURO-WÄHRUNGSBEREICH..	42
TABELLE 4: AUSWIRKUNGEN EINER WERTSTEIGERUNG DES EURO-WECHSELKURSES VON 10%	44
KASTEN 3: ZINSEN UND WECHSELKURS .....	46
KASTEN 4: VK UND INFLATION IM EURO-WÄHRUNGSBEREICH .....	47
DIAGRAMM 12:EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO .....	51
TABELLE 5: FALL DES EURO-WECHSELKURSES 1999 IN PROZENT.....	52
DIAGRAMM 13: WIRTSCHAFTSWACHSTUM IN % IM EUROGEBIET UND DEN USA UND €/\$- WECHSELKURS 1990-2000 .....	53
TABELLE 6: RANKING DER ZENTRALBANKEN.....	66
TABELLE 7: DER POLNISCHE WÄHRUNGSKORB ZUR STEUERUNG DER LIMITIERTEN FLEXIBILITÄT VOR 1999.....	69
DIAGRAMM 14:TAGESKURSE DES ZLOTY GEGENÜBER DEM US-\$, APRIL-JUNI 2000 .....	70
DIAGRAMM 15:DIE POLNISCHE LEISTUNGSBILANZ (% DES BIP) .....	71
TABELLE 8: ZINSENKUNG IM €BEREICH: FREI SCHWANKENDER WECHSELKURS.....	73
TABELLE 9: AUFWERTUNG DES US-DOLLAR UM ZEHN PROZENT.....	74
TABELLE 10: AUFWERTUNG DES €UM ZEHN PROZENT .....	75

## ZUSAMMENFASSUNG

Die einheitliche Währung war eine logische Folge des gemeinsamen Marktes und vor allem des freien Kapitalverkehrs. Die Wahrungunion hat die Gefahr von Währungskrisen innerhalb des Euro-Währungsgebiets beseitigt. Gleichzeitig wurde das Fremdwährungsrisiko der beteiligten Volkswirtschaften hinsichtlich des Handels außerhalb des eigenen Währungsgebiets von ca. 30 % auf 16 % des BIP gesenkt.

Kann das Währungsgebiet daher nun eine Politik der "vorteilhaften Unterlassung" (benign neglect) gegenüber dem Euro-Wechselkurs einschlagen? Sollte seine jüngste Abwertung die interne Währungspolitik beeinflussen?

Die EZB hat stets darauf beharrt, dass sie, wie im Vertrag begründet, nur für die interne Preisstabilität verantwortlich ist und keine Wechselkurspolitik betreibt. Allerdings ist der Euro seit seiner Einführung gegenüber dem Dollar um fast 25 % gefallen, was zwei Folgen hatte:

- Im Zusammenspiel mit dem Anstieg der Rohölpreise wurde die Abwertung durch ihre direkten, indirekten und "Zweitunden-" Folgen zu einer klaren Gefahr für die interne Preisstabilität.
- Allgemein wurde eine Preisstabilität entsprechend der Definition der EZB (Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex unter 2 % im Jahr) erreicht, wobei die Kerninflation noch niedriger war. Trotzdem wurde der Euro als "schwach" angesehen. Dies wiederum war sowohl dem Prestige der EZB als auch der öffentlichen Unterstützung für die einheitliche Währung abträglich.

## Wechselkurs-Theorie

Der Außenwert einer Währung kann die Binnenwirtschaft in verschiedener Weise beeinflussen.

- Eine **langfristige Fehlanpassung** beeinträchtigt die relative internationale Wettbewerbsfähigkeit.
- Eine **Auf- oder Abwertung** kann zu mehr bzw. weniger Inflation und einem stärkeren bzw. schwächeren Wachstum führen.
- Die **Volatilität** der Wechselkurse kann die Preise nach oben treiben, die Märkte destabilisieren und zur Fehlleitung von Kapital führen.

Die Wirtschaftslehre liefert keine einzige, einfache Erklärung für Wechselkursschwankungen. Frei schwankende Wechselkurse können jedoch "*als Folge des Zusammenspiels von Angebot und Nachfrage auf den Devisenmärkten angesehen werden*" (OECD), wobei sich Paritatsanderungen in diesen Märkten ebenso gut durch "Zufallsmarktmodelle" erklären lassen. Es bestehen mehrere theoretische Modelle.

- **Handelsbilanz.** Die Währung einer Volkswirtschaft mit einem Handelsdefizit sollte fallen und die einer Volkswirtschaft mit einem Handelsüberschuss steigen, sodass ein Gleichgewicht hergestellt wird.
- **Offene Zinsparität.** Wechselkurse spiegeln unterschiedliche Zinsen auf verschiedene, in unterschiedlichen Währungen ausgestellte Wertpapiere plus oder minus Risikoprämien wider, d.h. das Geld fließt in die Volkswirtschaften, die höhere Nominalzinsen bieten, *vorausgesetzt, dass nicht davon ausgegangen wird, dass die Währung um mehr als das Zinsgefälle abgewertet wird.*

- **Kapitalströme.** Volkswirtschaften mit höheren wirtschaftlichen Wachstumsraten ziehen langfristige Investitionen an, sodass ein eventuelles Leistungsbilanzdefizit ausgeglichen wird und eine Aufwertung der Währung stattfindet.

Nach *allen* Modellen führt eine unvorsichtige Geldpolitik wahrscheinlich zu einer Abwertung. Inflation führt dazu, dass die Ausfuhren zum ursprünglichen Wechselkurs nicht mehr wettbewerbsfähig sind, die Risikoprämien steigen und die Märkte nicht mehr bereit sind, Defizite durch Kapitalzuflüsse zu finanzieren.

Da das gesamte Euro-Währungsgebiet im gesamten Jahresverlauf 1999 einen Handelsüberschuss und die USA ein riesiges, steigendes Handelsdefizit verzeichneten, liefert das erste Modell keine Erklärung für den fallenden Euro/Dollar-Wechselkurs. Allerdings deuten sowohl das veränderte Zins- (vgl. Diagramm 4 - 7) als auch das Wachstumsgefälle (vgl. Diagramm 13) auf einen gewissen Zusammenhang mit den Schwankungen des Wechselkurses hin.

### Reale Umrechnungskurse

Selbst bei einem Kurs von \$ 1,17 Anfang 1999 galt der Euro in weiten Kreisen als "unterbewertet", und selbst noch bevor sein Kurs unter \$ 1 rutschte, erklärte die EZB, dass der Euro aufgrund der wirtschaftlichen Fundamentaldaten die "Fähigkeit zu einem Wertzuwachs" besäße. Dies wirft zwei Fragen auf:

- Gibt es überhaupt "richtige", "ausgewogene" oder "reale" Wechselkurse?
- Wenn ja, warum erzeugen die Märkte nicht automatisch solche Kurse?

Ausgewogene Wechselkurse lassen sich in verschiedener Weise berechnen.

Die verbreitetste Methode ist die Berechnung über die **Kaufkraftparität** (KKP). Im Fall von Wechselkursen bei KKP wäre die Kaufkraft einer bestimmten Geldmenge identisch, egal in welcher Währung sie ausgestellt ist. Unterschiedliche Preisindizes können jedoch zu unterschiedlichen Ergebnissen führen, und obwohl die Theorie besagt, dass durch Arbitrage "*Wechselkurse dazu tendieren, sich ihren KKP-Werten anzunähern*" (Lipsey und Crystal), kann die Realität ganz anders aussehen. Als das Pfund Sterling 1992 das EWS verließ, lag sein KKP-Kurs *über* seinem zentralen Kurs im Europäischen Wechselkursmechanismus! In einem Referat aus dem Jahr 1964 nannte Paul Samuelson die KKP "*eine trügerisch hochtrabende Doktrin*".

Eine von **Samuelson und Balassa** entwickelte KKP-Abwandlung unterscheidet zwischen handelbaren und dem nicht handelbaren Gütern. Deren unterschiedliche Produktivitätsniveaus erklären die Abweichungen zwischen den tatsächlichen ausgewogenen Kursen und den KKP-Kursen. Andere Theorien konzentrieren sich auf die **Kapitalmärkte**: Ausgewogene Wechselkurse sind jene, bei denen die tatsächliche Gesamtkapitalrentabilität gleich ist.

Ferner lassen sich verfeinerte Berechnungen der realen Umrechnungskurse auf Grundlage verschiedener ökonomischer Modelle und durch die Konzentration auf die Trends des Wirtschaftswachstums, die Produktivität, die Wettbewerbsfähigkeit, die Steuerpolitik usw. erstellen. Ein Beispiel ist das Konzept der **Fundamentalen ausgewogenen Wechselkurse** (FEERS), das von Williamson (1983) et al. entwickelt wurde. Wie die OECD (1985) feststellte, sind jedoch selbst ausgeklügelte Modelle nur schlecht geeignet, die tatsächlichen Nominalzinsen vorauszusagen.



## Preise und Zinssätze

Seit Einführung des Euro gibt es widersprüchliche Aussagen über die Bedeutung des Wechselkurses für die Währungspolitik der EZB. Die Abwertung des Euro führte in letzter Zeit zur Betonung **der Folgen von Wechselkursschwankungen für die Preise**.

Obwohl dies oft angenommen wird, führt ein niedrigerer Wechselkurs nicht unbedingt in einen Anstieg des *allgemeinen* Preisniveaus. Bei stabilen, sich nicht anpassenden Geldkonditionen werden steigende Einfuhrpreise durch Rückgänge bei anderen Preisen ausgeglichen. Innerhalb des Euro-Währungsgebiets drückte sich der Anstieg der Einfuhrpreise der letzten Zeit tatsächlich in höheren Erzeugerpreisen, jedoch nur am Rande in den Verbraucherpreisen aus. Trotz der Befürchtungen seitens der EZB und der Kommission gab es bisher noch keine "Zweitrundeneffekte" aufgrund der Lohnabschlüsse.

Die Kommission (Quest) wie auch die OECD (Interlink) haben Modelle vorgelegt, welche die Auswirkungen von Veränderungen der Wechselkurse auf die Preise, das Wachstum und andere Variable sowie deren zeitliche Verschiebung voraussagen. Diese gehen davon aus, dass die Währungsbehörden keine Ausgleichsmaßnahmen starten, und machen im Fall von Quest unterschiedliche Prognosen, die von der Entwicklung des Wechselkurses abhängen.

Ein weiterer wichtiger Punkt ist die **Beziehung zwischen den Zinssätzen und dem Wechselkurs**. Da es sich beim Zinsgefälle um einen wesentlichen Faktor der Wechselkurse handelt, sehen sich die Währungsbehörden eventuell einem Konflikt zwischen den Voraussetzungen für die *interne* und für die *externe* Währungsstabilität gegenüber. Jüngere Beispiele hierfür bietet das Vereinigte Königreich: 1992 bestand ein Konflikt zwischen hohen Zinssätzen, die das Pfund Sterling im EWS halten sollten, und niedrigen Zinssätzen, mit denen die Wirtschaft angekurbelt werden sollte. 1999/2000 trieben relativ hohe Zinsen, die zur Eindämmung der Inflation eingeführt wurden, den Wechselkurs nach oben, was die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigte.

Darüber hinaus wirken sich Änderungen des Zinssatzes, selbst wenn die absicht dahinter klar ist, nicht direkt auf den Wechselkurs aus. Das von einer Anhebung ausgehende Signal kann als Entschlossenheit zur Verteidigung eines Wechselkurses aufgefasst werden, oder aber als Zeichen von Panik, was zu weiterem Wertverlust führt. Vieles hängt außerdem davon ab, worin der Markt die *Ursache* für die Schwäche einer Währung sieht. Die jüngsten Erhöhungen der Zinssätze durch die EZB wirkten sich z.B. praktisch gar nicht auf den Wechselkurs aus. Ein möglicher Grund hierfür ist, dass die Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar in großem Maße nicht dem Zinsgefälle, sondern dem Wachstumsgefälle zugeschrieben wird, dessen Ausgleich durch höhere Zinssätze gefährdet werden könnte.

Die Auswirkungen der Schwankungen von Wechselkurs und Zinssatz lassen sich zu dem so genannten **Monetary Conditions Index** zusammenfassen, der eine Berechnung darüber enthält, wie weit die Zinssätze steigen/fallen müssen, um einen bestimmten Kurs in der Geldpolitik auch im Fall des Anstiegs bzw. Rückgangs des Wechselkurses beizubehalten. Im VK gab es z.B. die "alte Vier-zu-eins-Regel": Ein um 4 % fallendes Pfund Sterling verlangt eine Anhebung der Eckzinsen für Darlehen um 1 %. Dies wurde als "schlechte Ökonomie" (Buiter) bezeichnet.

## Der Euro und die EZB

Die EZB hat stets angegeben, dass sie bei der Festsetzung der Zinssätze die Auswirkung auf den Wechselkurs des Euro unberücksichtigt lässt. Schwankungen des Wechselkurses sind jedoch ein Faktor der "zweiten Säule" der Währungsstrategie der EZB, nämlich ein breites Instrumentarium an Indikatoren für mögliche zukünftige Inflationsraten. Bisher hat die EZB noch keine Einzelheiten über das zur Aufnahme der verschiedenen Indikatoren verwendete Modell, die Gewichtung der Wechselkurse und die relative Bedeutung der Auswirkungen auf die HVPI und die Kerninflationsraten veröffentlicht.

Allerdings liegen Einzelheiten darüber vor, wie die EZB den gesamten effektiven Wechselkurs des Euro als solchen definiert: Eine eng gefasste Definition, basierend auf den Währungen der 13 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, und eine weit gefasste Definition, basierend auf 39 Handelspartnern. OECD und IWF verwenden andere Definitionen. Die Gewichtungen basieren auf dem dreijährigen Mittel des Handels mit Industriegütern. Die Berechnungen des Außenwerts des Euro schwanken je nach dem, welche Definition und Gewichtung verwendet werden und ob Nominal- oder Realzinsen zu Grunde liegen.

Unter Verwendung der OECD-Definition, die 30 Handelspartner zu Grunde legt, fiel der Euro 1999 nur um ungefähr 10 %, im Gegensatz zu 14,2 % gegenüber dem Dollar und 22,4 % gegenüber dem Yen. Die Konzentration auf den Dollarkurs ließe sich jedoch durch die Bedeutung der Kapitalströme begründen.

### Ist eine Wechselkurspolitik überhaupt notwendig?

Der Vorgänger der EZB, das Europäische Währungsinstitut, lehnte 1997 Wechselkursziele für den Euro-Währungsbereich ausdrücklich ab. Für unilaterale Wechselkursziele oder multilaterale Systeme mit festen Kursen gibt es jedoch mehrere Argumente:

- Die Bindung des Wechselkurses an eine "starke" Währung kann als Alternative zur Geldmengensteuerung oder einer bestimmten Inflationsrate dienen. Als zwischen 1990 und 1992 der Kurs des Pfund Sterling dem der D-Mark folgte, sank die Inflationsrate im VK von 10,9 % auf 3,6 %.
- Alternativ dazu kann ein Wechselkursziel bei einem möglichst niedrigen, mit der Preisstabilität zu vereinbarenden Niveau und das Unterlassen von Gegenmaßnahmen das Wirtschaftswachstum ankurbeln. Dies war nachgewiesenermaßen 1999 die Politik des Euro-Währungsbereichs, ob gewollt oder ungewollt.
- Würden die Wechselkurse innerhalb von "Zielbereichen" gehalten, käme es zum Rückgang der Volatilität und zu besseren Bedingungen für Geschäfte und Investitionen. Robert Mundell schlug aus diesem Grund kürzlich vor, den Euro und den Dollar innerhalb einer Schwankungsbreite von 2 Cent um die 1:1-Parität zu halten.
- Würden die Wechselkurse auf einem Wert gehalten, der die wirtschaftlichen Fundamentaldaten widerspiegelt, d.h. auf einem bestimmten "ausgewogenen" Kurs, würden Fehlanpassungen sowie die daraus resultierenden Verzerrungen der Wirtschafts- und Währungspolitik vermieden.

Eine solche Politik trifft jedoch auf verschiedene Probleme.

- **Auswahl des Zielkurses.** Bisher gibt es noch keine vereinbarte Definition der "ausgewogenen" Wechselkurse, und die Märkte verfälschen gewöhnlich die Berechnungen von Ökonomen und Theoretikern. Andererseits könnten die Währungsbehörden einen wohl dauerhaften Nominalkurs wählen und erklären, diesen auf jeden Fall stützen zu wollen. Die Kräfte des Marktes würden dann für eine Annäherung an diesen Kurs sorgen.
- **Stützung des Kurses.** Damit diese Erfolg hat, ist jedoch das volle Engagement der Zentralbanken, der Währungshüter und der Politik aller beteiligten Länder notwendig. Die für die *steigenden* Währungen zuständigen Währungsbehörden wären dann in erster Linie gefordert zu intervenieren.
- **Konflikt mit der internen Währungspolitik.** Sofern jedoch keine vollständige Währungsunion zustande kommt, entstünden Probleme wie jene im Bereich der Festlegung der Wechselkurse. Die EU hat bereits ihre Erfahrungen mit unausgegorenen Lösungen gemacht und ihre Konsequenzen gezogen.
- **Institutionelle Probleme.** Im Euro-Währungsbereich bestehen bestimmte institutionelle Hindernisse für eine Wechselkurspolitik. Die unterschiedlichen Zuständigkeiten der EZB, des ECOFIN der EU und der "Euro-Gruppe" des Euro-Währungsbereiches sind komplex und unklar. Eine für den Fall des Euro-Wechselkurses vorgebrachte Erklärung war z.B. dass "niemand zuständig ist".

Man muss jedoch weder an die weltweite Währungsunion noch sogar an Wechselkursziele glauben, um sich für eine konkretere Wechselkurspolitik im Euro-Währungsbereich einzusetzen. Diese könnte folgende Bestandteile haben:

- Eine Lösung für die oben beschriebenen institutionellen Probleme. Um sicherzustellen, dass alle Aussagen zum Wechselkurs des Euro, abgestimmt und kohärent sind und gegebenenfalls von abgestimmten, kohärenten Maßnahmen flankiert werden, ist zumindest Koordination notwendig.
- Größere Transparenz. Der Ausschuss für Wirtschafts- und Währungsfragen des Europäischen Parlaments bietet ein öffentliches Forum, wo die EZB, die Kommission und die Präsidenschaften des ECOFIN und der Euro-Gruppe Nachweise ihrer Arbeit vorstellen und auf Fragen eingehen.
- Veröffentlichung des Modells der EZB zur Darstellung, wie sie Inflationserwartungen betreffende Wechselkursschwankungen sieht, und der Interaktion zwischen Zinssätzen und Wechselkursen.
- Eine allgemeinere Analyse über die Gründe für das Verhalten des Wechselkurses des Euro. An Erklärungen mangelt es nicht. Dabei sind einige präzise (z.B. das Zins- und das Wachstumsgefälle), andere wiederum nicht quantifizierbar (Ungewissheit über die Politik der EZB und der "Greenspan-Faktor").

Ferner besteht die Möglichkeit, dass die Probleme des Euro - und der EZB mit der Währungspolitik im Euro-Währungsbereich - zum Teil darauf zurückzuführen sind, dass viele sich nicht dafür interessieren, nicht wissen oder nicht glauben, dass es sie gibt. Erst wenn Euro-Scheine und -Münzen Ende Februar 2002 nationale *Münzen und Banknoten* abgelöst haben, werden genaue Bewertungen möglich sein.



## Einführung

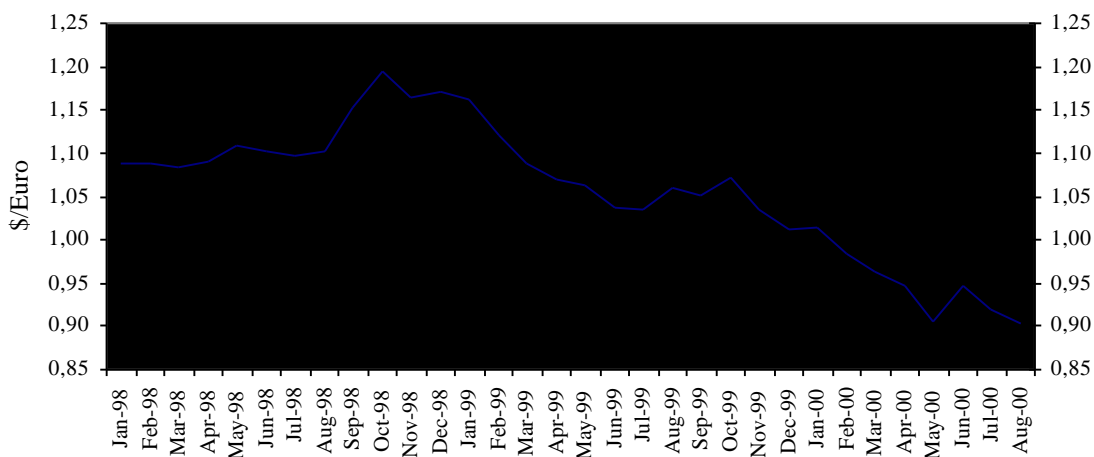
Das erste Jahr seit der Einführung des Euro wurde unterschiedlich bewertet.

Auf der einen Seite wurde die Europäische Zentralbank (EZB) zu Recht dafür gelobt, dass sie ihre vorrangige Aufgabe, die Gewährleistung der Preisstabilität, erfüllt hat. Die Hauptinflationsrate blieb Ende 1999 im Euro-Währungsbereich unter 1,5 %, und dies trotz des deutlichen Anstiegs des Rohölpreises. Die eigene Definition der Preisstabilität der EZB von 2 % wurde damit bequem eingehalten. Die Kerninflation, bei der Einzelfaktoren wie der Anstieg des Rohölpreises unberücksichtigt bleiben, lag sogar noch niedriger. Ein noch deutlicheres Zeichen war jedoch, dass inflationäre Erwartungen, gemessen anhand der Renditen auf Anleihen in € ebenfalls niedrig blieben. Andererseits bestanden gewisse Zweifel an der geldpolitischen "Zwei-Säulen-Strategie" der EZB. Eine dieser Säulen ist der "Referenzwert" von 4,5 % der Wachstumsrate der Geldmenge M3, der auf dem Treffen des EZB-Rats am 2. Dezember 1999 bestätigt wurde. In den letzten Monaten des genannten Jahres wies M3 jedoch eine Wachstumsrate über 6 % auf.

Der größte Grund zur Sorge war jedoch der Außenwert des Euro und insbesondere seine Parität zum Dollar. Der Euro büßte in seinem ersten Handelsjahr 14,6 % seines Werts gegenüber dem Dollar ein (diese Zahl wurde jedoch aufgrund der "Europhorie" und des damit verbundenen Anstiegs der €-Währungen im zweiten Halbjahr 1998 beschönigt). Trotz einer Erholung Mitte 1999 schloss der Euro das Jahr mit einer 1:1-Parität zum Dollar.

Beamte, Ökonomen und Kommentatoren waren allgemein der Auffassung, dass der Euro auf diesem Niveau unterbewertet sei, dass er mit den Worten von EZB-Präsident Wim Duisenberg "Aufwertungspotenzial" habe. Aufgrund des deutlichen Wachstums im Euro-Währungsgebiet, des Handelsüberschusses und der niedrigen Inflation sollte der Außenwert der Währung schon bald ihre "Grundstärke" reflektieren.

**Diagramm 1: US-\$/€-Wechselkurs<sup>1</sup> (Januar 1998 – August 2000)**



*Quellen: Eurostat und EZB.*

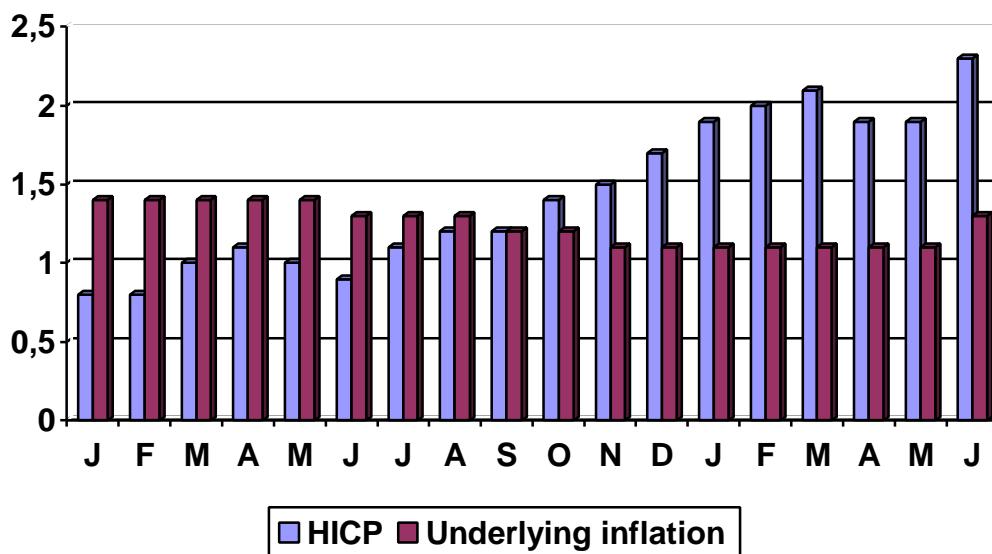
<sup>1</sup> Monatliche Durchschnittswerte. Vor Dezember 1998: Mittel des Währungskorbs der Wechselkurse der zehn Währungen des Euro-Währungsbereiches zum Dollar.

Die Märkte entschieden sich jedoch anders. Der Euro fiel weiter und unterschritt Anfang Mai 2000 die 0,90 \$, ein Niveau, das fast 25 % unter seinem Dollarwert vom Januar 1999 liegt.

Die EZB selbst verwies 1999 mehrfach darauf, dass sie nur für die interne Preisstabilität verantwortlich sei und dass diese von der Abwertung des Euro nicht betroffen sei. Im Frühjahr 2000 musste die EZB jedoch ihre Meinung korrigieren. Im Zusammenspiel mit dem starken Anstieg der Rohölpreise übte die fallende Wechselkursparität des Euro einen "Aufwärtsdruck auf die Einfuhr- und Erzeugerpreise" aus. Dies wiederum drohte, weitere Reaktionen wie z.B. höhere Lohnforderungen auszulösen. Die Inflationserwartungen könnten zunehmen, was zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen führen würde.

Im März 2000 lag die Hauptinflationsrate im Euro-Währungsbereich bei 2,1 %, sodass sie zum ersten Mal über der Marke von 2 % lag, die die EZB noch als Preisstabilität definiert. Im Juni 2000 erreichte sie 2,4 %. Mit der im November erfolgten Erhöhung ihrer drei wichtigsten Zinssätze hatte die EZB bereits Ende 1999 Schritte gegen das "Aufwärtsrisiko" für die Preisstabilität unternommen. Im Februar 2000 und erneut im März, April, Juni und August wurden sie weiter erhöht.

**Diagramm 2: HVPI und zu Grunde liegende Inflation im Euro-Währungsbereich, Januar 1999 - Juni 2000**



Quelle: EZB

Die ersten Zinserhöhungen hatten jedoch keine direkten Auswirkungen auf den Euro-Wechselkurs, der in den ersten fünf Monaten des Jahres 2000 mehr als 10 % gegenüber dem Dollar verlor. Das hatte man auch gar nicht erwartet. Die EZB blieb strikt bei ihrer Position, nur für den *Innenwert* des Euro verantwortlich zu sein. Erst die von vielen vorausgesagte Erhöhung um 0,5 Prozent im Juni bewirkte einen nachweisbaren Effekt nach außen.

Diese Ereignisse warfen verschiedene theoretische und praktische Fragen auf.

## "Benign Neglect"

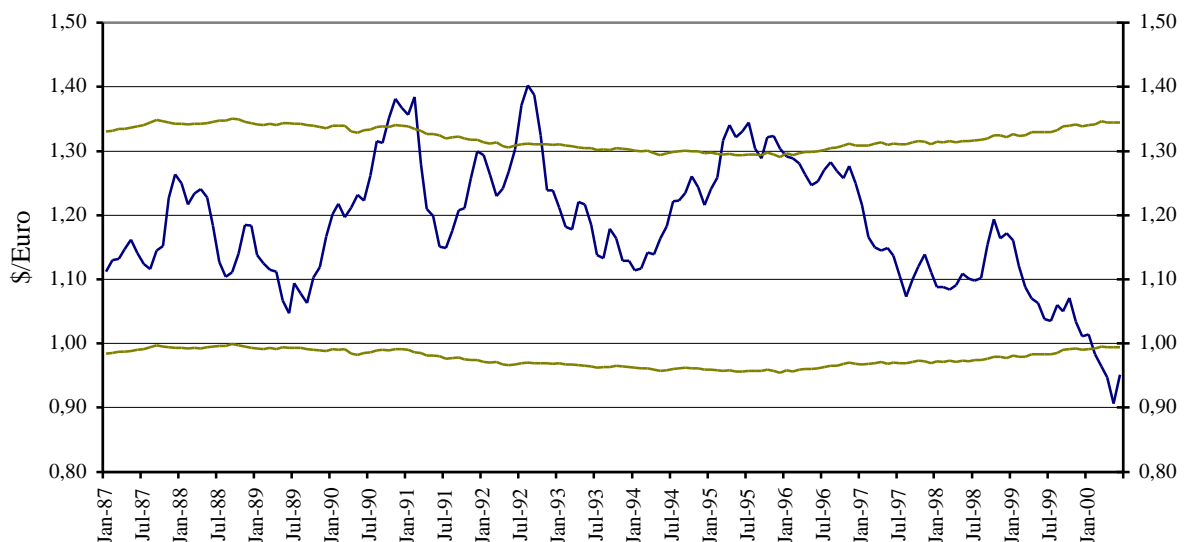
Mitte 2000 standen zwei dieser Fragen im Mittelpunkt des Interesses. Verfolgte die EZB tatsächlich nach dem Vorbild der amerikanischen Federal Reserve Bank eine "vorteilhafte Unterlassung" (benign neglect) gegenüber dem Euro-Wechselkurs? War dies die richtige Politik?

Auf die erste Frage hatte Wim Duisenberg im April 1999 vor dem Ausschuss für Wirtschafts- und Währungsfragen des Europäischen Parlaments bereits eine etwas zweideutige Antwort gegeben.

*"Keine Wechselkurspolitik zu haben, wie bei uns der Fall, ist weder eine wohlwollende noch eine nicht wohlwollende Unterlassung. Vorläufig handelt es sich um eine Unterlassung."*

Auf die zweite sind mehrere Antworten möglich.

### Diagramm 3: Wechselkurs<sup>2</sup> und Bandbreite der Fluktuation<sup>3</sup> des US-\$ gegenüber dem € (1987-2000)



*Quellen: EZB, Eurostat und US-Handelsministerium, Bureau for Economic Analysis.*

Historisch gesehen lag die Wechselkursparität des Euro (bzw. vor 1999 des "künstlichen Euro") zum Dollar 1999 und Anfang 2000 nicht wesentlich außerhalb seiner normalen Schwankungsbreite der letzten zwölf Jahre (vgl. Diagramm 3). Oft wurde gesagt, dass der fallende Euro/Dollar-Wechselkurs genau das sei, was für einen deutlichen Aufschwung der

<sup>2</sup> Monatliche Durchschnittswerte. Vor Dezember 1998: Mittel des Währungskorbs der Wechselkurse der zehn Währungen des Euro-Währungsgebietes zum Dollar.

<sup>3</sup> Index der Kaufkraft des Euro verglichen mit dem Dollar. Die Bandbreite der Fluktuation entspricht +/- 15 % Änderung im PPP-Index.

Wirtschaftsaktivität im Euro-Währungsbereich notwendig ist<sup>4</sup>. Das niedrige Wechselkursniveau hat offensichtlich die Ausfuhren des Euro-Währungsbereiches angekurbelt und spielte insbesondere für den wirtschaftlichen Aufschwung in Deutschland eine wichtige Rolle.

Andererseits besteht kein Zweifel, dass der stetige und nicht vorhergesehene Wertverlust des Euro-Wechselkurses gegenüber dem Dollar psychologisch nachteilige Auswirkungen hatte. Egal, wie oft die EZB auf ihre interne Stabilität verweist, die neue Währung wird immer wieder als "schwach" bezeichnet.

*"Der Außenwert des Euro ist seit seiner Einführung im Sinken begriffen - so wird die Währung sich keinen guten Ruf im In- und Ausland erwerben. Dabei sind noch nicht einmal Banknoten und Münzen im Umlauf."* (Deutsche Bank Research, 2000c).

Die öffentliche Unterstützung für die einheitliche Währung hat ebenfalls abgenommen. Aus einer Eurobarometer-Meinungsumfrage der Kommission geht z.B. hervor, dass im April/Mai 2000 nur noch 50 % der Deutschen dafür waren<sup>5</sup>. Die Spanne zwischen deutschen und italienischen Anleihen (beide natürlich in Euro denominiert), die in diesen Monaten immer größer wurde, wurde sogar als Nachweis dafür gebraucht, dass die Märkte eine "Risikoprämie" einbauen, für den Fall, dass die WWU fehlschlagen sollte.

"Benign neglect" kann jedoch auch weniger als eine vorsätzliche Politik, sondern eher als das Ergebnis institutioneller Fehler angesehen werden – *"Das Problem des Euro-Währungsbereiches ist, dass niemand für die Wechselkurspolitik zuständig ist."* (Münchau, 2000). Der Vertrag überträgt der EZB, selbst wenn sie es wünschte, kein Mandat für eine Wechselkurspolitik, und das entsprechende Mandat des ECOFIN-Rates ist unklar.

### Die Folgen von Wechselkursschwankungen

Ungeachtet dessen, ob eine Politik des "Benign Neglect" besteht oder nicht, stellen sich doch folgende Fragen: Welche Folgen haben Wechselkursschwankungen? Und was sind ihre Auswirkungen auf die Wirtschafts- und Währungspolitik? Die Antworten, welche die Wirtschaftslehre liefert, sind alles andere als überzeugend, es werden jedoch einige theoretische Aspekte deutlich.

- **Unter- oder Überbewertung** einer Landeswährung – obwohl kein allgemeiner Maßstab darüber besteht, was ein "korrekter" oder "ausgewogener" Wechselkurs ist (vgl. Abschnitt 1.5) – kann eine Stärkung bzw. eine Schwächung der internationalen Wettbewerbsposition der jeweiligen Volkswirtschaft bedeuten. Ist eine Währung unterbewertet, steigt die Exportnachfrage und der Importersatz, was zu mehr Wirtschaftswachstum und einem Handelsüberschuss führt, gleichzeitig aber inflationären Druck erzeugt. Eine überbewertete Währung macht Einfuhren billiger und Ausfuhren teurer, sodass die Inflation gezügelt wird,

<sup>4</sup> Der Wertverlust des Euro gegenüber dem Dollar stimmte die Euroskeptiker vor allem im VK sehr zufrieden. Es sei nochmals daran erinnert, dass der deutliche Rückgang der Wechselkursparität des Pfund Sterling nach seinem Ausstieg aus dem EWS im September 1992 den damaligen Schatzkanzler Norman Lamont (inzwischen ein prominenter Euroskeptiker) veranlasste "in der Badewanne zu singen" – und dies zu Recht, denn die niedrigere Wechselkursparität des Pfund hatte einen deutlichen Anteil an der nachfolgenden Erholung der Industrieproduktion im VK.

<sup>5</sup> Der Rückgang war im EU-Mittel jedoch nur marginal, denn das Ja zum Euro lag bei 58 %. Die Unterstützung in Ländern, in denen die Landeswährungen vorher mehrfach abgewertet wurden, war deutlich größer (Italien 81 %, Spanien 75 %) als in jenen Ländern, deren Währungen als "hart" galten (z.B. Niederlande 48 %).



was aber möglicherweise ein Handelsdefizit und eine geringere Wachstumsrate mit sich bringt.

Dies ist mehr oder weniger unbestritten. Interessanter, aber auch schwieriger zu beantworten ist die Frage, ob ein unter- oder überbewerteter Wechselkurs über längere Zeit beibehalten werden kann. Eine unterbewertete Währung kann durch Inflation an Wert einbüßen, sodass sich ein ausgewogener Wechselkurs einstellt, während steigender Handelsüberschuss ihr zu Wertzuwachs und damit zu einem höheren ausgewogenen Wechselkurs verhelfen kann. In ähnlicher Weise kann der Anreiz zu Kosteneinsparungen zur Überbewertung der Wechselkursparität einer Währung führen, die schließlich ihr ausgewogener wird; ein oft angeführtes Beispiel hierfür ist die Wirtschaft Westdeutschlands vor der Wiedervereinigung. Ein steigendes Zahlungsbilanzdefizit kann wiederum zu einem niedrigeren ausgewogenen Kurs führen.

Leider zeigt die Erfahrung, dass sich solche theoretischen Prognosen nicht immer bestätigen. Obwohl das US-amerikanische Leistungsbilanzdefizit inzwischen 4 % des BIP beträgt, widerlegt der Dollar seit mehreren Jahren all jene Analysten, die vorhersagten, seine "Überbewertung" werde nicht von langer Dauer sein. Währungsfehlanspassungen, die angesichts der wirtschaftlichen Variablen nicht tragbar wären, hatten teilweise jahre- wenn nicht sogar jahrzehntelang Bestand.

- **Schwankungen des Wechselkurses einer Währung** können bestimmte unmittelbare Auswirkungen auf eine Volkswirtschaft haben. Der Wertverlust führt zu steigenden Einfuhrpreisen, deren unterschiedliche Nebenwirkungen wie z.B. der Lohndruck dann bis auf die Erzeugerpreise und die allgemeine Inflationsrate durchschlagen können. Tatsächlich galt bisher allgemein, dass "eine Abwertung nichts bringt", d.h. dass der Wettbewerbsvorteil aufgrund einer Abwertung umgehend von der Inflation wettgemacht wird. Zum Nachweis werden meistens die Erfahrungen mit dem Pfund Sterling in den Achtziger- und Neunzigerjahren genannt.

Wiederum am Beispiel des VK, allerdings für die Neunzigerjahre, lässt sich jedoch anführen, dass eine Abwertung etwas bringen *kann*, sofern sie von der entsprechenden Währungspolitik zum Inflationsausgleich begleitet wird. Eine Währung, die an Wert gewinnt, kann in ähnlicher Weise inflationären Druck und "übergroßes" Wachstum dämpfen, was bei der US-Wirtschaft offensichtlich jedoch nicht der Fall war.

Ebenso wenig ist sicher, dass die Wechselkursentwicklung für die Währungspolitik irrelevant ist, solange die Inflation gedämpft bleibt. Zinsschwankungen aufgrund von Ereignissen auf den Devisenmärkten wiederum stellen eine entgegengesetzte Möglichkeit dar.

Dabei ist noch offensichtlicher, dass jegliche Maßnahmen zur Beeinflussung des Wechselkurses sich unmittelbar auf die interne Währungspolitik auswirken können. Eine Politik beispielsweise, die durch den Ankauf von Devisen mit Geld der Zentralbank auf die Senkung des Außenwerts einer Währung abzielt, wird zu internem inflationärem Druck führen, sofern das Geschäft nicht durch besondere Einlagen und andere Maßnahmen "sterilisiert" wird. Ein jedes System der Wechselkursziele, ob autonom oder aufgrund internationaler Vereinbarungen, besitzt Folgen für die interne Währungspolitik, denn ein Wechselkursziel kann als Alternative zur Geldmengen- oder Inflationssteuerung betrachtet werden.

- Ferner kann **die Volatilität der Wechselkurse** bedeutende Auswirkungen auf die Wirtschaft haben, und dies ungeachtet des tatsächlichen Standes der Wechselkursparität einer Währung. Eine hohe Volatilität wird zu höheren Kosten für die Absicherung gegen Wechselkursrisiken führen und damit den Handel zwischen Währungsgebieten verteuern. Aus einer neueren Studie des IWF (Mussa, Masson, Swoboda, Jadresic, Mauro und Berg, 2000) geht paradoxerweise hervor, dass eine solche Kosten steigernde Volatilität in jüngerer Zeit aufgrund "*drastisch gesenkter Transaktionskosten auf den Finanzmärkten*", die ihrerseits ein Ergebnis der Revolution auf dem Gebiet der Telekommunikations- und Informationstechnologie sind, zugenommen hat.

Ein hohes Maß an Wechselkurs-Volatilität betrifft auch die Binnenwirtschaft, da sie das Verhalten der Firmen beeinflusst. Eigentlich rentable Investitionen können sich plötzlich als Fehlinvestitionen erweisen, obwohl die wirtschaftlichen Fundamentaldaten gleich geblieben sind (s. die Beteiligung von BMW an Rover Cars). Die Finanzmärkte werden destabilisiert, es kommt zu Kapitalfehlleitungen.

Volatilität erneuert sich außerdem selbst, sodass kleine Schwankungen durch "Bandwagon-Effekte" und die Tendenz der Devisenmärkte zu "überschießen" schnell größer werden können (vgl. nächster Abschnitt). Volatilität ist auch "ansteckend":

*"Die simultane Schwankung der Wechselkurs-Volatilität weltweit bedeutet, dass die Wechselkurse zwischen Währungspaaren nicht unbedingt die aktuellen makroökonomischen Größen in zwei Ländern widerspiegeln, sondern auch von den Gesamtbedingungen der Weltwirtschaft bedingt werden, auf welche die Politik eventuell nur wenig Einfluss hat."* (Brousseau und Sacciavillani, 1999)

Die störenden Auswirkungen des Überschießens schließlich werden durch die oft plötzlichen, nicht vorhersagbaren und schroffen Trendwenden ausgeglichen.

*"Die vergangenen Konjunkturphasen zeigen deutlich, dass wichtige Finanztrends sich i.A. bereits umkehren, wenn die Mehrheit der Anleger dies erwartet."* (Kaletski, 2000)

Dies macht die Durchführung der Währungspolitik um einiges schwieriger. Die deflationären Auswirkungen eines steigenden Wechselkurses können z.B. inflationäre Tendenzen der Binnenwirtschaft verschleiern. Ein plötzlicher Kurszusammenbruch würde dann inflationären Druck frei setzen, der die Erwartungen widerlegt, auf denen die geldpolitische Haltung ruht.

Ebenso lässt sich jedoch behaupten, dass die Auswirkungen der Wechselkursvolatilität übertrieben wurden und dass insbesondere kurzfristige Wechselkursschwankungen eigentlich keine Folgen für die Währungspolitik besitzen.

Es ist sogar zweifelhaft, ob eine Auswirkung auf den Handel besteht: Mehrere Untersuchungen zeigen, dass nur ein geringer oder gar kein Zusammenhang zwischen Wechselkurs-Volatilität und der Wirtschaft im Allgemeinen besteht. Laut OECD wird dies dadurch begründet, dass heutzutage ein breites, ausgeklügeltes Spektrum an Finanzinstrumenten besteht, mit denen Unternehmer sich innerhalb der Zeitspanne, in der sie i.A. handeln, wirksam gegen Wechselkursschwankungen schützen können.

Das Ausmaß, in dem diese genannten Auswirkungen eine Volkswirtschaft betreffen und die jeweilige Währungspolitik beeinflussen, hängt natürlich von der Höhe ihres Fremdwährungsrisikos ab. Dies ist zum Teil vom Außenhandel abhängig: Ein wichtiges Ziel der

Schaffung des Euro war die Reduzierung des Anteils am BIP der beteiligten Länder, der zwischen den Währungsbereichen gehandelt wird. Das Fremdwährungsrisiko des Euro-Währungsbereiches ist tatsächlich von ungefähr 30 % auf ungefähr 16 % des BIP gefallen (vgl. Tabelle 1).

**Tabelle 1: Handel der USA und des Euro-Währungsbereiches als Anteil am BIP**

	<i>€-Bereich</i> (%)	<i>USA (%)</i>
Exporte	16,9	10,8
Importe	15,4	13,5

*Quelle: EZB-Monatsbericht, Juli*

Im Kontext des freien Kapitalverkehrs und der zunehmenden Globalisierung hat die Gefahr durch den internationalen Finanzverkehr jedoch eine noch größere Bedeutung. Bis zum ersten Quartal 2000 wies der Euro-Währungsbereich einen Leistungsbilanzüberschuss auf (vgl. Tabelle 2). Dieser wurde jedoch vom Netto-Kapitalabfluss aufgrund der Direkt- und Anlageinvestitionen übertroffen (vgl. Abschnitt 1.5.3).

\*

Die vorliegende Studie, die vom Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments in Auftrag gegeben wurde, soll einige dieser Themen untersuchen.

Teil 2 beschäftigt sich mit der Einschätzung der Auswirkungen von Wechselkursschwankungen auf Inflation und Wirtschaftswachstum, den Konsequenzen für die Währungspolitik und den von der EZB, der Kommission und anderen Organen verwendeten Definitionen und Modellen. Am Ende steht eine Untersuchung des Für und Wider eines Wechselkursziels für den Euro gegenüber dem Dollar und der Schwierigkeiten, dieses zu erreichen und einzuhalten.

Teil 1 beschäftigt sich jedoch mit zwei wichtigen Vorfragen:

- Wie werden Wechselkurse bestimmt? Und:
- Gibt es so etwas wie einen "richtigen" Wechselkurs?



## 1. Bestimmung der Wechselkurse

### 1.1. Das Rationale und das Irrationale

Die Wirtschaftstheorien neigen zur Annahme, dass Wechselkurse genau wie andere Kurse rational bestimmt werden.

*"Wechselkurse sind relative Kurse nationaler Währungen, von denen angesichts Kursschwankungen natürlich angenommen werden kann, dass sie vom Zusammenspiel zwischen Angebot und Nachfrage auf den Devisenmärkten bestimmt werden."* (OECD, 1985).

Ökonomische Lehrbücher enthalten in der Tat einfache Modelle, in denen Land A mit Land B Handel treibt. Wenn B mehr von A kauft als umgekehrt, dann

- (i) weist A einen Handelsüberschuss – und B natürlich ein Defizit – auf, und
- (ii) die Nachfrage nach der Währung von Land A ist größer als nach der von Land B, sodass Währung A gegenüber B an Wert gewinnt.

Die Ausfuhren von Land A werden somit teurer, sodass B weniger abnimmt. Bs Ausfuhren hingegen werden billiger, sodass A mehr abnimmt. Damit entsteht wieder ein Gleichgewicht. Dieses Gleichgewicht wird sich innerhalb von Parametern befinden, wo die durch die Nutzung des komparativen Vorteils entstandenen Handelsvorteile in gewissem Maße beiden Volkswirtschaften zufallen<sup>6</sup>.

Langfristig und im Extremfall werden die Devisenmarktkurse mit Sicherheit die wirtschaftlichen Gegebenheiten widerspiegeln. Eine Währungsbehörde, die Staatsausgaben dreist durch den Druck von Banknoten finanziert, wird feststellen, dass ihre Währung auf den Devisenmärkten an Wert verliert, da die Händler sie immer weniger als Zahlungsmittel akzeptieren. Demgegenüber kann ein Land seine Wirtschafts- und Währungspolitik so einrichten, dass es sich auf lange Sicht den Ruf eines Landes mit einer "harten" Währung erwirbt und Geld anzieht, sodass sich das Ziel von alleine erfüllt.

Kurz- und mittelfristig, d.h. in dem zeitlichen Rahmen, in dem die Devisenmärkte i.A. handeln, lässt sich jedoch mit gleichem Recht sagen, dass die Wechselkursentwicklung vollkommen zufällig verläuft. "Zufallsmarktmodelle", die allein auf der Wahrscheinlichkeitstheorie basieren, scheinen in der Tat ebenso sichere Prognosen zu liefern wie andere.

Das Bemühen um Rationalität wird zudem dadurch erschwert, dass *Erwartungen* auf den Devisenmärkten wie auf anderen Finanzmärkten eine wichtige Rolle spielen. Dies führt u.a. dazu, dass Wechselkursanpassungen zum "Überschießen" neigen. Fallende Zinsen in einem Land führen z.B. zu Kapitalabfluss, der wiederum eine Abwertung der Währung *unter* das langfristige Gleichgewicht nach sich zieht. Der Wertverlust setzt sich solange fort, bis die Erwartung einer Wertsteigerung auf einen ausgewogenen Kurs die niedrigeren Zinsen ausgleicht.

Darüber hinaus erfüllen sich Erwartungen nicht unbedingt. Obwohl die Terminbörsen sich eventuell nach Prognosen über den Stand der Zinsen und Wechselkurse in einem Monat oder einem Jahr richten, können die *realen* Zinsen oder Kurse deutlich abweichen. Es hat sich nämlich mehrfach erwiesen, dass Deviseterminbörsen kaum in der Lage sind, zukünftige Kassakurse vorauszusagen.

<sup>6</sup> Die Analyse wurde zuerst von Ricardo entwickelt.

Ein weiteres Beispiel für die offensichtliche Irrationalität kurz- bis mittelfristiger Wechselkursschwankungen sind die nicht vorhersagbaren Folgen von politischen Maßnahmen zu ihrer Steuerung. Eine Anhebung der Leitzinsen der Zentralbank oder eine Intervention der Zentralbank auf den Währungsmärkten *kann* die gewünschte, rationale Wirkung haben und den Wechselkurs der Währung stützen. Die Theorie besagt, dass solche politischen Maßnahmen sowohl über die normalen Marktmechanismen als auch über den "Zeichengabekanal" wirken, über den die Märkte mit Informationen über die Haltung der Behörden versorgt werden. Tatsächlich kann jedoch die genau entgegengesetzte Wirkung eintreten. Das gesendete "Zeichen" kann z.B. eher als Panik statt als Entschlossenheit zur Stützung der bestehenden Parität aufgefasst (Fatum, 2000)<sup>7</sup> oder von den Medien und den Märkten schlicht falsch verstanden werden (vgl. Kasten 1).

### **Kasten 1: Schwierigkeiten der Zeichengabe**

*"Die Schwächung des Dollar 1994 und Anfang 1995 war kaum oder gar nicht mit Fundamentaldaten zu begründen. Nach meiner Ansicht ist sie einzig und allein dem Umstand zuzuschreiben, dass die Händler Dollar verkaufen in dem Irrglauben, die US-Regierung wünsche eine Abwertung der Währung. Zur Bestätigung zitieren sie Zeitungsberichte. Die Journalisten, die solche Berichte über eine Politik des schwachen Dollar schrieben, ignorierten konkrete Regierungskommentare und Interventionen zur Stützung des Dollar während dieser Zeit und führten stattdessen als Beweis einfach an, dass der Dollar in der Tat an Wert verlor. Letzten Endes wurde dieser Kreislauf unterbrochen, als ein koordiniertes und öffentlichkeitswirksames Intervenieren der Notenbanken die Beobachter von den Absichten der Regierung überzeugen und dazu beitragen konnte, dass der Markt Mitte 1995 wieder zur Realität zurückkehrte."*

Professor Jeffrey A. Frankel, Harvard University, in *EWU und Euro: Die ersten 18 Monate* (Deutsche Bank Research, 7. Juli 2000).

Zinsänderungen können sich demnach kontraproduktiv auswirken, da Wechselkursschwankungen mehrere unterschiedliche Ursachen haben können. Ein deutlicher Anstieg der Euro-Zinsen zum Ausgleich des Zinsgefälles gegenüber dem Dollar kann z.B. zum Anstieg der €/ \$-Wechselkursparität führen. Wenn jedoch, wie zahlreiche Beobachter folgerten, die Ursache der Abwertung des Euro nicht im €/ \$-Zinsgefälle, sondern im *Wachstumsgefälle* zwischen EU und USA zu suchen ist, kann dies wohl zu einem weiteren Fall der Euro-Wechselkursparität führen (vgl. Abschnitt 2.4 und 2.8).

Darüber hinaus müssen Wechselkurse nicht unbedingt die Kräfte des Marktes widerspiegeln. Sofern ausreichend strenge Devisenkontrollen und drastische Strafen gegen Schwarzmärkte bestehen, können die Länder über längere Zeit willkürliche "offizielle" Kurse beibehalten. Da der Staat das Banknotenmonopol und oft gleichzeitig auch das Handelsmonopol besitzt, müssen Ausländer gegebenenfalls solche Kurse akzeptieren. Andernfalls kann die Volkswirtschaft in die Autarkie übergehen.

<sup>7</sup> S. z.B. Kaminsky und Lewis (1996) und Fatum und Hutchison (1999) zur sterilisierten Intervention, zitiert in *On the Effectiveness of Sterilized Foreign Exchange Intervention* von Rasmus Fatum, ECB Working Paper 10, Februar 2000.

In anderen Fällen können die Kräfte des Marktes auch durch politische oder institutionelle Beweggründe gedämpft werden. Systeme wie das von Bretton Woods oder das europäische Währungssystem vor der Schaffung des Euro wollten die Marktvolatilität beseitigen, indem sie sicherstellten, dass Wechselkursschwankungen nur durch "grundlegende" Änderungen in der Realwirtschaft ausgelöst werden.

Auf den ersten Blick erscheinen solche Systeme höchst rational. Wie die frühen Siebziger- und Neunzigerjahre gezeigt haben, reagieren sie jedoch empfindlich auf Unerwartetes, d.h. Zwischenfälle, die im eingesetzten Modell nicht vorgesehen sind. Ein solches Schicksal erlitt die Kurssicherungsstrategie der beiden Nobelpreisträger hinter dem Long Term Capital Trust.

Selbst Stellen, die bedeutende Kompetenzen und ausgeklügelte ökonomische Modelle nutzen können, liefern nur unzureichende Prognosen. Der o.g. Bericht der OECD von 1985 untersuchte drei theoretische Wechselkursmodelle:

- i) Ein "flexibles Preismodell" (oder 'monetaristisches Modell');
- ii) ein "festes Preismodell" (oder 'Dornbusch-Modell') und
- iii) ein "Portfolio-Bilanzmodell mit statischen oder stabilen Wechselkursaussichten"<sup>8</sup>.

### **Kasten 2: Operieren auf den Devisenmärkten**

*"Der Euro fiel von 1,19 \$ am 1. Januar auf einen Stand von 1 zu 1 bei Geschäftsschluss am 31. Dezember und war damit die Pleite des Jahres 1999. In FORBES GLOBAL vom 6. September empfahl ich den Lesern, sechsmonatige Euro-Verkaufsoptionen zu einem Emissionskurs von 1,01 Euro für einen Dollar. Zu diesem Zeitpunkt kosteten diese Verkaufsoptionen 0,6 % des Nennwerts des Auftrags (Beispiel: Eine Optionsprämie von 6.000 \$ für einen Auftrag über 1 Million \$). Der Euro ist seither auf knapp unter 1 \$ gefallen, und die Verkaufsoptionen sind nun 3 % wert, d.h. fünf Mal so viel wie bei ihrer Emission im Sommer letzten Jahres...".*

*Als der Euro vor einem Jahr eingeführt wurde, klammerten sich die Anleger an den Glauben, dass Europa über Nacht zu einer führenden globalen Wirtschaftsmacht wird. Die Schaffung einer integrierten Wirtschaft vor dem Hintergrund großer kultureller Vielfalt erweist sich in der Realität jedoch als etwas ganz anderes. Überschwänglichkeit hat inzwischen Enttäuschung Platz gemacht. Der Euro wird sich mit Sicherheit irgendwann einmal erholen, vorher müssen jedoch auch die letzten Überreste übergroßer Erwartungen vergehen. Die jüngste Abwertung des Euro ähnelt einer solchen Ernüchterung. Kurz gesagt: Euro-Verkaufsoptionen sind zu riskant, es ist jedoch auch noch zu früh, um Euro-Rückkaufoptionen zu kaufen".*

Andrew J.Krieger in Forbes GLOBAL, Capital Markets and Investing, 24. Januar 2000

<http://www.forbes.com/forbesglobal/00/0124/0303065a.htm>

Im Anhang ist beschrieben, warum sie scheiterten:

<sup>8</sup> Diese entsprechen im Grossen und Ganzen den KKP-, UIP- und Portfoliobilanz-Modellen, die an späterer Stelle in dieser Untersuchung beschrieben sind.

"...nach ersten, scheinbar positiven Ergebnissen versagten alle drei bei einer späteren Prüfung, insbesondere, wenn sie wichtige Wechselkursentwicklungen nach 1976 erklären sollten"<sup>9</sup>.

Auch wenn es auf Ökonomen, Mathematiker und andere Fachleute irritierend wirkt: Die Fähigkeit zur Vorhersage von Wechselkursschwankungen - gemessen an der Möglichkeit, mit solchen Vorhersagen Geld zu verdienen - scheint in gleichem Maße auf Fingerspitzengefühl wie auf systematischen Analysen zu beruhen (vgl. Kasten 2). Die meisten Experten halten sich weise zurück:

"Da ihr derzeitiger Stand sich nicht durch die Fundamentaldaten erklären lässt, könnte die Währung (€) deutlicher als erwartet fallen bzw. steigen." (Deutsche Bank Research, 2000c)

## 1.2. Handel und Zahlungsbilanz

Die theoretischen Modelle zur Bestimmung des Wechselkurses besitzen daher Beschränkungen. Dennoch verweisen sie auf relevante ökonomische Faktoren.

Das im vorangehenden Abschnitt beschriebene einfache Zwei-Länder-Modell z.B. diene als wichtigste Arbeitshypothese für die meisten Systeme mit festen Wechselkursen wie dem der Konferenz von Bretton Woods. Wechselkurse wurden dort als von der Politik bestimmte "Anbindungen" angesehen, die sich anpassen lassen, um dauerhafte Ungleichgewichte in Zahlungsbilanzen zu korrigieren.

Dieses Modell lässt sich so , dass es die Auswirkungen der Währungspolitik berücksichtigt. Beispiel: Ein übermäßiger Anstieg des nationalen Geldvorrats führt zu einem Anstieg des Preisniveaus in dieser Währung. Wenn die Ausfuhren stabil bleiben sollen, muss der Wechselkurs so weit fallen, dass ihr Preis im Ausland, das mit weniger inflationären Währungen rechnet, niedrig bleibt. Wenn im Gegensatz dazu die nationale Geldpolitik eines Landes für eine interne Preisstabilität (vorrangiges Ziel des europäischen Zentralbankensystems) sorgt, werden die Exportpreise dieses Landes für die Bewohner von Ländern mit geringerer Inflation attraktiver. Die Nachfrage nach seiner Währung – zum Kauf seiner Ausfuhren – nimmt zu, was zu einer Erhöhung des Wechselkurses führt.

Inwiefern entspricht dieses Modell der Realität? Angewandt auf die derzeitige Lage erscheint es fast paradox. 1999 wies der Euro-Währungsbereich einen *Leistungsbilanzüberschuss* von rund 1 % des BIP auf (vgl. Tabelle 2). Die Vereinigten Staaten verzeichneten 1999 indessen ein *Defizit* von 3,7 % ihres BIP auf (wobei für 2000 und 2001 ein Anstieg auf 4 % prognostiziert wird). Wenn die Wechselkurse sich im Hinblick auf die Herstellung des Zahlungsbilanzgleichgewichts ändern, warum *stieg* der Dollar dann gegenüber dem Euro und nicht umgekehrt?

Eine erste Erklärung liefert die Binsenweisheit, dass "die Zahlungsbilanz sich immer ausgleicht". Wenn ein Land ein Leistungsbilanzdefizit aufweist, muss zu dessen Finanzierung Kapital zufließen - Importwaren müssen nämlich bezahlt werden. Sofern externe Finanzierungsquellen Kredite gewähren, lässt sich ein Handelsdefizit fast endlos fortsetzen, wie die Vereinigten Staaten erkannt haben.

---

<sup>9</sup> a.a.O., S.128



Ein kritischer Faktor ist jedoch die erwartete Stabilität der Währung. Sobald die Kreditgeber befürchten, dass es zu einer Abwertung kommen könnte, beginnt das Kapital abzufließen, was zu Zahlungsbilanzkrisen führt, wie sie das VK von den Fünfziger- bis in die Siebzigerjahre erlebte. Eine vorsichtige nationale Geldpolitik ist Voraussetzung für die Finanzierung eines langfristigen Leistungsbilanzdefizits durch einen langfristigen Kapitalbilanzüberschuss.

Die Tatsache, dass die Zahlungsbilanz sich ausgleichen muss, bedeutet gleichzeitig, dass ein Überschuss an Kapitaltransfers zu einem Leistungsbilanzdefizit führt. Irgendwo muss das Geld hingehen, und das meiste wird wahrscheinlich für Einfuhren verwendet. Wenn eine Volkswirtschaft schnell wächst, zieht sie Kapital auf, weil einerseits die Zinsen attraktiv erscheinen und andererseits rentable Investitionsmöglichkeiten vorhanden sind. Dies war in den Vereinigten Staaten jahrelang der Fall. Starkes Wachstum zog Investitionskapital an und veranlasste gleichzeitig die Federal Reserve Bank, die Zinsen auf einem vorsichtigen Niveau zu halten.

**Tabelle 2: Zahlungsbilanzen des Euro-Währungsbereiches und der USA, 1998/1999**

<b>EURO- BEREICH</b>									<b>MIO €</b>
	<b>1998</b>				<b>1999</b>				
	1. Qu.	2. Qu.	3. Qu.	4. Qu.	1. Qu.	2. Qu.	3. Qu.	4. Qu.	
BIP (jahreszeitlich angepasste Angaben)	1.446,4	1.459,8	1.474,1	1.490	1.505,6	1.515,5	1.535	1.551,6	
<b>Leistungsbilanzsaldo</b>	2,9	15,8	12,7	11,8	6,4	8,6	4,5	4,9	
in % des BIP	0,2	1,1	0,9	0,8	0,4	0,6	0,3	0,3	
<b>Leistungsbilanz</b>	20,7	30,5	31,6	29,9	18,2	25,1	25,2	24,4	
in % des BIP	1,4	2,1	2,1	2,0	1,2	1,7	1,6	1,6	
<b>USA</b>									<b>MIO \$</b>
	<b>1998</b>				<b>1999</b>				
	1. Qu.	2. Qu.	3. Qu.	4. Qu.	1. Qu.	2. Qu.	3. Qu.	4. Qu.	
BIP (jahreszeitlich angepasste Angaben)	2.152,7	2.170,9	2.199,5	2.236,9	2.268,2	2.286,6	2.323,8	2.365,0	
<b>Leistungsbilanzsaldo</b>	-33,7	-51,4	-73,9	-61,6	-59,6	-80,9	-89,9	-99,8	
in % des BIP	-1,6	-2,4	-3,4	-2,8	-2,6	-3,5	-3,9	-4,2	
<b>Leistungsbilanz</b>	-24,9	-41,0	-55,8	-42,5	-54,2	-65,2	-72,6	-75,5	
in % des BIP	-1,2	-1,9	-2,5	-1,9	-2,4	-2,9	-3,1	-3,2	

Quellen: International Financial Statistics, Januar 2000, IWF; EUROSTAT: Stat in Focus Nr. 37/1999, New Cronos; US Census Bureau.

Gestaltung: JDa/Parliamentary Documentation Centre/Europäisches Parlament

Eine vorgebrachte Erklärung für das Verhalten des €/\\$-Wechselkurses 1999 ist das langfristige Kapitalbilanzdefizit des Euro-Währungsbereiches (vgl. Diagramm 8). Der Abfluss an Kapitalbeteiligungen stieg um 70 % gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum, die Direktinvestitionen um 53 %. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich erklärte dies zum Teil damit, dass "der neu geschaffene Euro vielleicht zu erfolgreich war".

*"Größere und liquidere Märkte, verbunden mit relativ niedrigen Zinssätzen, förderten den Absatz von in Euro denominierten Anleihen, deren Erlöse dann getauscht und zur Finanzierung von Investitionen andernorts verwendet werden konnten."* (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, 2000)

Kritischer äußerte sich Tony Barber von der *Financial Times*:

*"Statt den wirtschaftlichen Vorsprung des Euro-Währungsbereiches gegenüber den USA herauszustellen, drückt der Leistungsbilanzüberschuss der Region einen Mangel an Investitionsmöglichkeiten im Vergleich zu den USA aus."* (Barber, 2000)

Wenn nur bilaterale Statistiken herangezogen werden, ist jedoch Vorsicht angebracht. In einem Bericht für den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments bemerkt Wyplosz (2000), dass "derzeitige Ansichten, die auf Kapitalströme von Europa in die USA verweisen, ungerechtfertigt sind".

*"...wenn Europa in den USA investiert und der Rest in Europa, dann besteht kein Grund für eine Euro-Schwäche. Der Nettokapitalverkehr von und nach Europa ist in den letzten Jahren gleich geblieben, daher besteht kein Grund, sich einen Bereich der Kapitalströme gesondert vorzunehmen."*

Außerdem lässt sich anführen, dass die Kapitalströme weniger wichtig sind als der Betrieb der Vermögenswerte. Ein neueres Arbeitspapier der EZB von Detken und Hartmann (2000) lastet den Fall des Euro gegenüber dem Dollar zum Teil dem "Überangebot" an €denominierten Wirtschaftsgütern verglichen mit der Nachfrage nach solchen Wirtschaftsgütern durch Anleger aus Drittstaaten nach der dritten Stufe der WWU an.

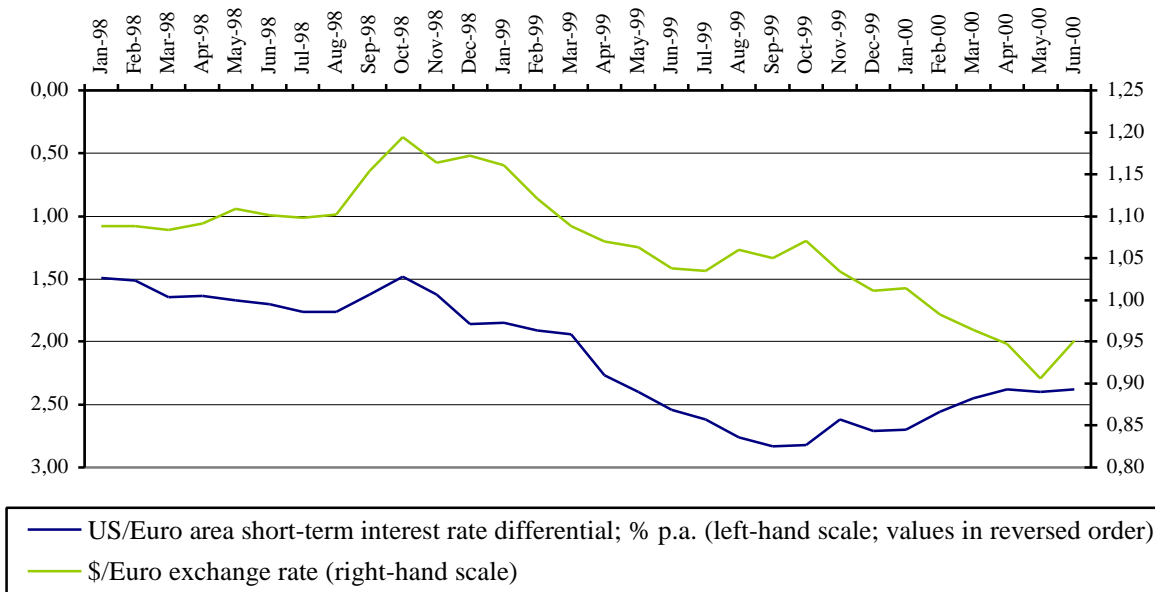
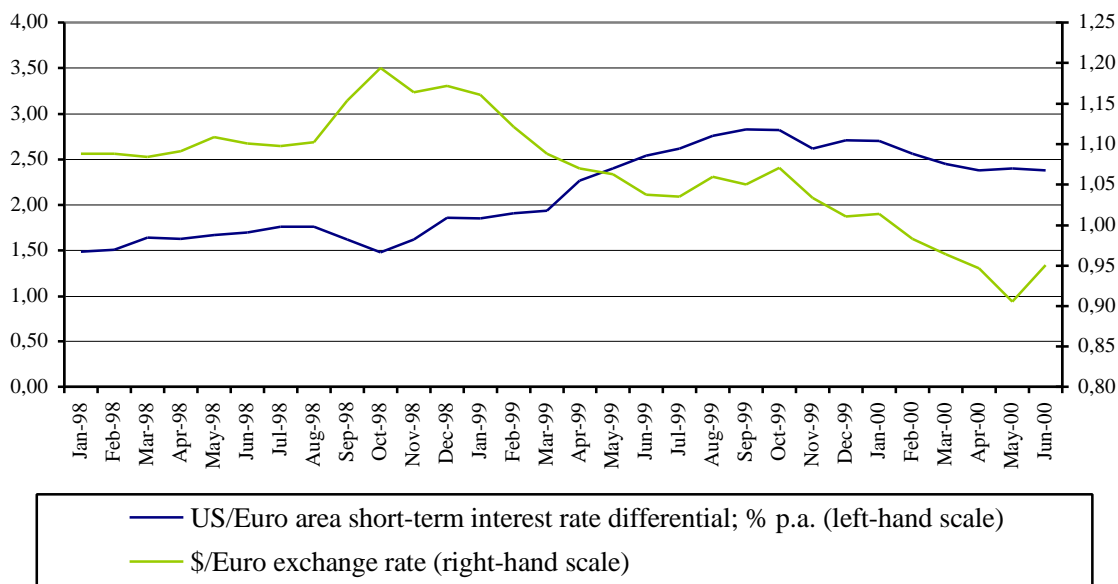
### 1.3. Zinsgefälle

Die einfachsten Erklärungen sind manchmal die besten, und Wechselkursschwankungen lassen sich auch ganz mit komparativen Änderungen der kurzfristigen Zinsen erklären.

Der Wert der internationalen Börsengeschäfte wird i.A. auf 1 bis 1,5 *Billionen Dollar am Tag* geschätzt, wovon nur 5 % direkt mit dem Handel mit Waren und Dienstleistungen im Zusammenhang stehen. Kurzfristige Kapitalbewegungen zur Nutzung höherer Realzinsen können den Einfluss der Leistungsbilanz auf die Wechselkurse umgehend wettmachen. Schwankungen des Wechselkurses zweier beliebiger Währungen drücken dann Veränderungen ihrer Differenzen bei den kurzfristigen Zinsen aus.

Veränderungen des Zinsgefälles sind in der Tat eine erste Erklärung für die Schwankungen des €/\\$-Wechselkurses zwischen 1998 und 2000. Da die kurzfristigen Zinsen während dieses Zeitraums in den USA höher als im Euro-Währungsbereich waren, fiel eine Verringerung des Gefälles mit einem Anstieg und eine Vergrößerung des Gefälles mit einem Fall des Euro zusammen (vgl. Diagramm 4). Allein der Zeitraum zwischen November 1999 und Mai 2000, als sowohl das Zinsgefälle als auch der Wechselkurs abnahmen, passt nicht in dieses simple Schema. Auf lange Sicht besteht außerdem ein Zusammenhang zwischen Veränderungen der

**Diagramm 4: Differenzen der kurzfristigen Zinsen<sup>10</sup> in den USA und im EuroWährungsbereich und der Wechselkurs<sup>11</sup> (Januar 1998-Juni 2000).**

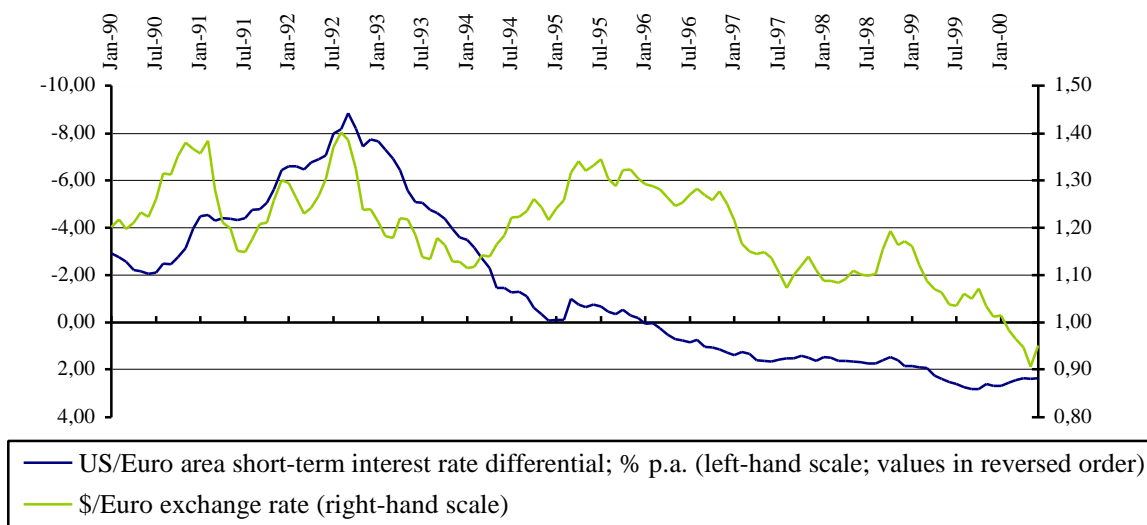
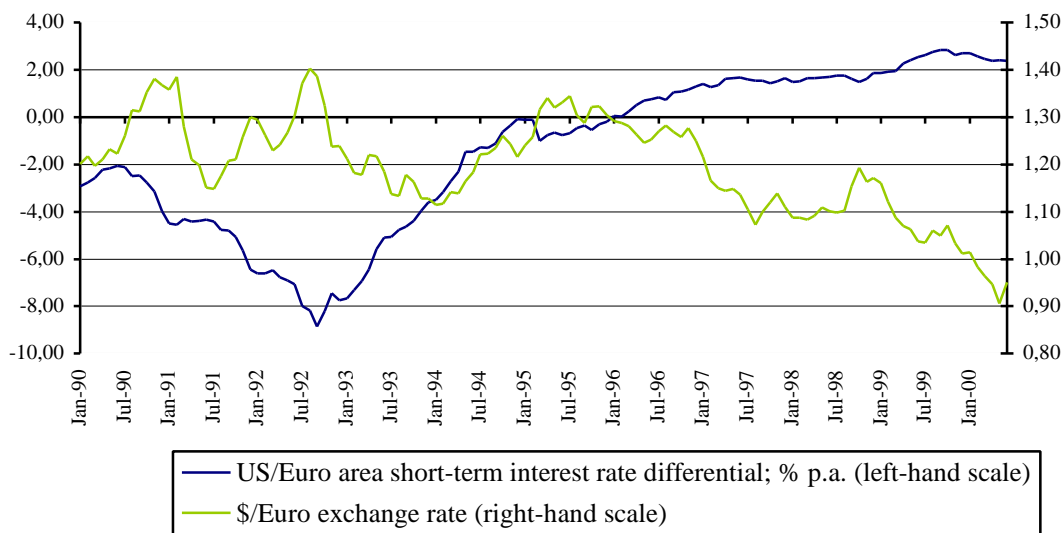


Quelle: Eurostat

<sup>10</sup> 3-monatige Geldmarktkurse, monatliche Mittel. Vor Dezember 1998: Mittel des Währungskorbs der Wechselkurse der zehn Währungen des Euro-Währungsbereiches zum Dollar.

<sup>11</sup> 3-monatige Geldmarktkurse, monatliche Mittel. Vor Dezember 1998: Mittel des Währungskorbs der Wechselkurse der zehn Währungen des Euro-Währungsbereiches zum Dollar.

**Diagramm 5: Differenzen der kurzfristigen Zinsen<sup>12</sup> in den USA und im Euro-Währungsbereich und der Wechselkurs<sup>13</sup> (1990-2000).**

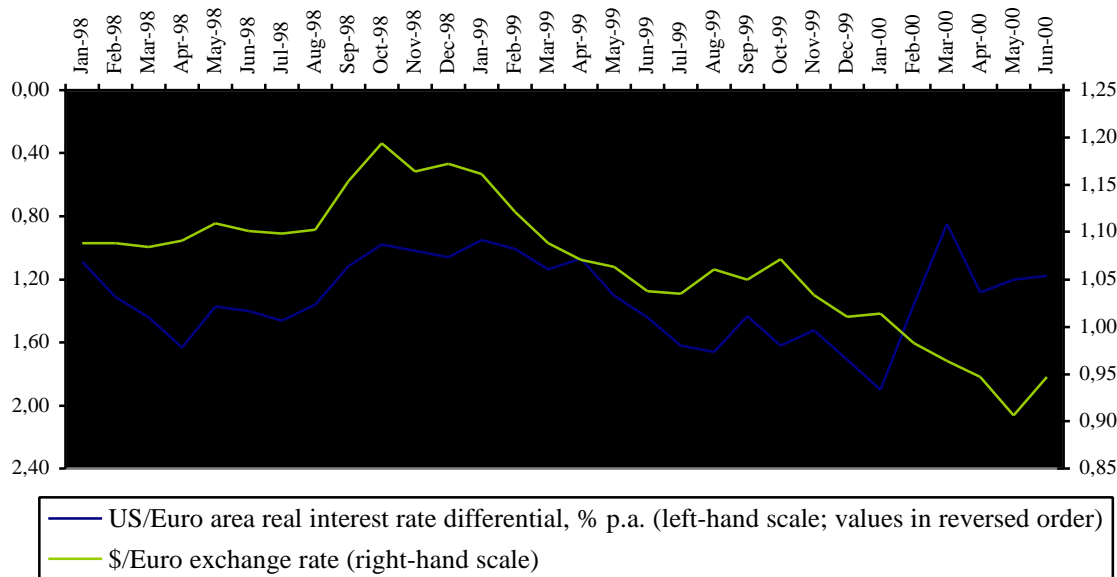
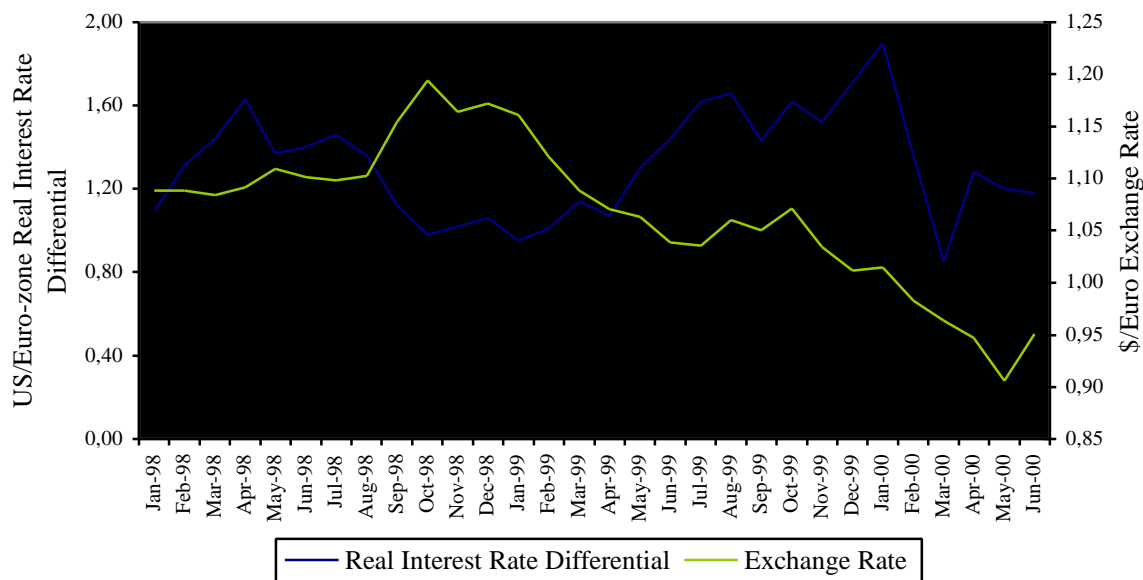


Quelle: Eurostat

<sup>12</sup> 3-monatige Geldmarktkurse, monatliche Mittel. Vor Dezember 1998: Mittel des Währungskorbs der Wechselkurse der zehn Währungen des Euro-Währungsbereiches zum Dollar.

<sup>13</sup> Monatliche Mittel. Vor Dezember 1998: Mittel des Währungskorbs der Wechselkurse der zehn Währungen des Euro-Währungsbereiches zum Dollar.

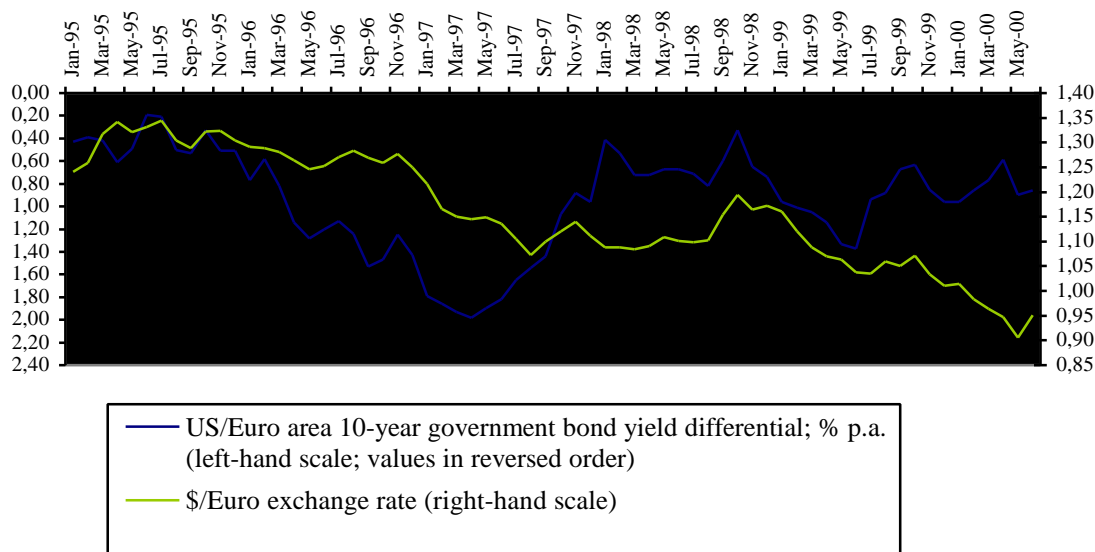
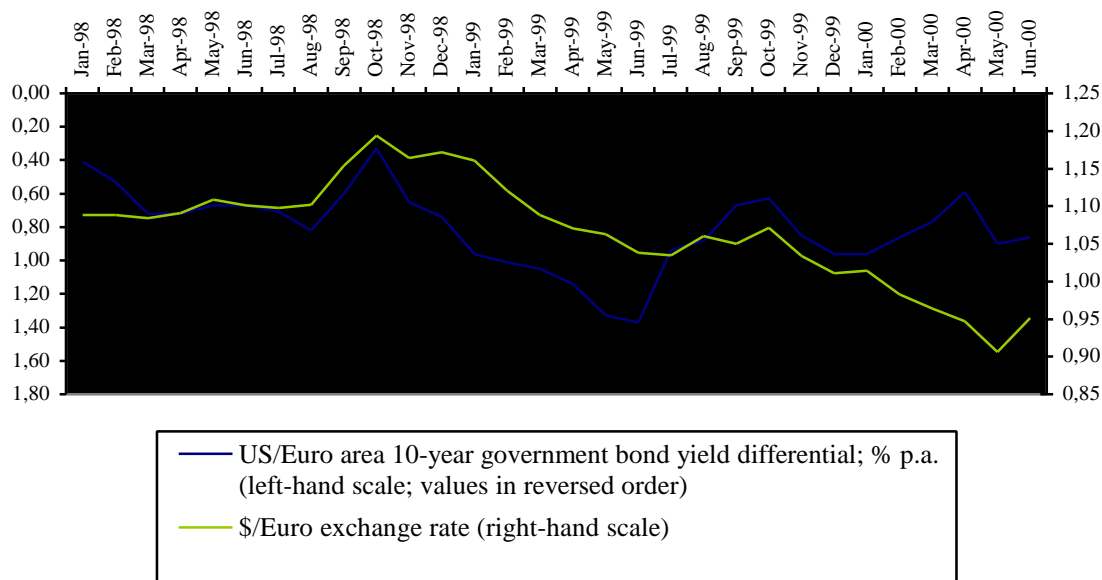
**Diagramm 6: Differenzen der kurzfristigen Zinsen<sup>14</sup> in den USA und im Euro Währungsgebiet und der Wechselkurs<sup>15</sup> (Januar 1998-Juni 2000).**



<sup>14</sup> 3-monatige Geldmarktkurse, monatliche Mittel, unter Berücksichtigung von Inflationsgefällen. Vor Dezember 1998: Mittel der kurzfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet.

<sup>15</sup> Monatliche Mittel. Vor Dezember 1998: Mittel des Währungskorbs der Wechselkurse der zehn Währungen des Euro-Währungsgebietes zum Dollar.

**Diagramm 7: Differenzen der Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen<sup>16</sup> und der Wechselkurs (monatliche Mittel).**



Quellen: EZB und Eurostat

<sup>16</sup> Vor Januar 1998: 10-jährige deutsche Staatsanleihe für den Euro-Währungsbereich.

Differenz zwischen den kurzfristigen Zinsen und Schwankungen des Wechselkurses (vgl. Diagramm 5).

Die kurzfristigen Zinsen bieten jedoch keinen Gesamtüberblick. Es stimmt zwar, dass neue Technologien sehr kurzfristige Kapitalbewegungen immer einfacher machen und bei kurzfristigen Einlagen lediglich die Differenz der *Nominalzinsen* zu berücksichtigen ist.

Im Fall der langfristigeren Anlagen sind die mittel- und langfristigen Zinsen jedoch vor allem für Anleihen wichtiger (vgl. Diagramm 7). Außerdem sind mittel- und langfristig die Differenzen der *Realzinsen* (vgl. Diagramm 6) bzw. das Risiko, dass unterschiedliche Inflationsraten später zu Wechselkursschwankungen führen, ausschlaggebend. Je länger die Laufzeit der Anlage, desto größer das Risiko.

#### 1.4. Offene Zinsparität (UIP)

Die Theorie der Offenen Zinsparität besagt, dass die Wechselkurse die Unterschiede der Zinsen auf verschiedene, in unterschiedlichen Währungen ausgestellte Wertpapiere plus oder minus Risikoprämien widerspiegeln. Beispiel: Die Differenz zwischen den Jahresrenditen ähnlicher Anleihen in zwei beliebigen Währungen sollte einen Hinweis auf ihre nach einem Jahr zu erwartende Wechselkursparität liefern. Anleiherenditen neigen außerdem dazu, auf geldpolitische Entscheidungen aus nationalen Erwägungen in beiden Währungsbereichen zu reagieren. Anders gesagt: Theoretisch besteht ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen der laufenden Währungspolitik und zukünftigen Wechselkursen. Letztgenannte spiegeln eine vergleichsweise laxe bzw. strenge geldpolitische Haltung in verschiedenen Währungsbereichen wider.

Wie bereits bemerkt, gilt dies langfristig und im Extremfall. Wenn die Geldmenge außer Kontrolle ist, steigen die Zinsen und der Außenwert der Währung schlagartig in entgegengesetzter Richtung.

Leider besitzt die Offene Zinsparität aber keinen besonders guten Ruf als Instrument zur Vorhersage der Wechselkursentwicklung auf den eigentlichen Märkten (vgl. Brittan, 1999). Eine Schwierigkeit liegt darin, dass das Verhältnis zwischen kurz- und langfristigen Zinsen recht komplex ist und dass die von den Zentralbanken festgelegten Zinsen in jedem Fall nur einer von mehreren Einflussfaktoren für die langfristigen Zinsen sind (weitere Einzelheiten vgl. Europäisches Parlament, 2000a). Eine weitere Schwierigkeit liegt in der Bedingung einer Risikoprämie, die zu einem großen Teil mit den Chancen der Währungen, an Wert zu gewinnen oder zu verlieren, zusammenhängt.

Beispiel: Angenommen, die Rendite der Vergleichs-Anleihen von Land A beträgt 5 %/Jahr, und die der Anleihen von Land B 10 %. Unter der weiteren Vorgabe, dass die Währung von B weniger als 5 % ihres Wertes pro Jahr verliert, findet ein Kapitalstrom von A nach B statt. Wird erwartet, dass die Währung von B *mehr* als 5 % ihres Wertes verliert, geht der Strom in die entgegengesetzte Richtung.

Dies ist aus Anlegersicht logisch. Darüber hinaus tragen die resultierenden Kapitalströme dazu bei, dass sich die Wechselkursprognosen von alleine erfüllen. Da dieses Modell aber auf zwei Schätzungen der Marktteilnehmer - über die zukünftigen Zinsen und die zukünftigen Wechselkurse - beruht, kann seine Prognosequalität nur so gut sein wie die Schätzungen selbst.

### 1.5. Gibt es einen "richtigen" Wechselkurs?

Modelle zur Wechselkurs-Bestimmung unter Berücksichtigung der Handelsströme implizieren, dass die *realen* Umrechnungskurse dazu neigen, konstant zu sein. Differenzen der Kursniveaus werden von den Märkten ausgenutzt und verschwinden, sobald sich die Nachfragemuster ändern und die nominalen Wechselkurse entsprechend nachziehen. Daher wird theoretisch jederzeit eine ausgewogene Kursstruktur bestehen.

Diese Theorie wird nicht nur von Ökonomen herangezogen. Auch Journalisten, Politiker und Geschäftsleute nennen eine bestimmte Währung oft "überbewertet" oder "unterbewertet". Gegenüber was sie über- oder unterbewertet ist, wird indessen nicht immer gesagt. Solche Aussagen implizieren jedoch, dass es eine "richtige" Parität gibt, auf welche die betreffende Währung sich hinbewegen sollte. In einem Ende 1999 vom IWF veröffentlichten Artikel (Alberola, Cevero, Lopez und Ubide, 1999) heißt es, der Euro sei "erheblich unterbewertet" gegenüber dem Dollar, und dies bereits bei seiner Einführung zu Anfang des gleichen Jahres. Der "richtige" Wechselkurs liege bei €1 = \$1,26, d.h. 20 % über dem Kurs Anfang 2000.

Solche Aussagen belegen, dass Vorsicht geboten ist, wenn man den Begriff "Gleichgewicht" verwendet. Handelt es sich dabei um ein *positives/deskriptives* Konzept, d.h. einen Kurs, den die Märkte erzeugen, nachdem sie kurzfristige Verzerrungen ausgeglichen haben? Oder aber um ein *normatives* Konzept, d.h. um einen Kurs, den staatliche Stellen durch geld- und steuerpolitische sowie andere Maßnahmen anpeilen sollten?

Bestimmten Wirtschaftsakteure - jene auf den Finanzmärkten - nützt die Berechnung eines Gleichgewichtskurses vor allem in deskriptiver Hinsicht, d.h. als Prognose. In diesem Fall sind die Begriffe "unterbewertet" und "überbewertet" jedoch irreführend. Obwohl z.B. der Satz "Das Pfund ist überbewertet" scheinbar eine normative Aussage ist, besagt er doch eigentlich: "Wenn ich mich nicht verrechnet habe, wird die Parität des Pfund fallen".

Für andere Wirtschaftsbeteiligte wie z.B. Exportleiter und für manche Politiker liegt die Bedeutung des Begriffs "ausgewogener Kurs" möglicherweise aber auch weniger in der Prognose als in der geldpolitischen Empfehlung. In diesem Fall kann der Satz "Das Pfund ist überbewertet" nur bedeuten: "Ich verliere Exportaufträge an die Konkurrenz".

Einen ausgewogenen Kurs berechnen zu müssen kann natürlich auch lediglich eine "Nebenwirkung" der notwendigen Reduzierung der Kursschwankungen innerhalb eines Wechselkurssystems sein. In diesem Fall ist die Frage, ob es sich bei dem Kurs tatsächlich um einen "ausgewogenen" Kurs handelt, weniger wichtig als das allgemeine Einverständnis, dass er *dauerhaft* ist. Um eine allgemeine Zustimmung zu erzielen, muss gegebenenfalls jedoch erneut das Thema Gleichgewicht zur Sprache kommen. In einer kürzlich erschienenen Analyse der OECD heißt es in Bezug auf die Schwierigkeiten bei der Stabilisierung der Kurse von Dollar, Euro und Yen innerhalb von Zielbereichen:

*"...es wäre schwierig, die Teilnehmer zur Zustimmung zu einer zentralen Parität und zu deren Bandbreite zu bewegen, da es keine allgemein anerkannte Methode zur Berechnung ausgewogener Wechselkurse gibt."* (Coppel, Durand und Visco, 2000).

An Versuchen zur Aufstellung einer solchen Methode hat es jedoch nicht gemangelt. Es gibt zahlreiche theoretische Modelle zur Berechnung des Gleichgewichtskurses, zur Untersuchung, wie es zu Schwankungen der realen (im Gegensatz zu nominalen oder Markt-) Wechselkurse



kommen kann, und zur Erklärung, wie anhaltende Abweichungen von solchen Kursen entstehen können.

### 1.5.1. Kaufkraftparität (KKP)

Die verbreitetste Methode ist die Berechnung über die **Kaufkraftparität** (KKP). Sie schätzt die "realen" Umrechnungskurse, die bestünden, wenn die Differenzen zwischen Währungsbereichen infolge Arbitrage wegfielen. Im Fall von Wechselkursen bei KKP wäre die Kaufkraft einer bestimmten Geldmenge identisch, egal in welcher Währung sie ausgestellt ist<sup>17</sup>.

Auf der theoretischen Ebene ähnelt das erstgenannte Problem dem, das sich beim Konzept der realen - im Gegensatz zu nominalen - Wechselkurse stellt: vieles hängt von den Messstandards ab. Beispiel: Wenn die Realzinsen den Nominalzinsen *minus* Inflationsrate entsprechen, wird die Berechnung variieren, je nachdem, welcher Preisindex verwendet wird.

Wie wird im Fall der Wechselkurse die Kaufkraft einer bestimmten Währung gemessen, über den allgemeinen Verbraucherpreisindex (VPI) oder den Erzeugerpreisindex (EPI)? Über die Gewichtung der Waren und Dienstleistungen, die unterschiedlichen Ausgaben- und/oder Einkommensstrukturen? Oder lediglich über die zwischen zwei Währungsbereichen handelbaren Waren und Dienstleistungen? Selbst von den handelbaren Waren und Dienstleistungen sind nur wenige exakte Substitute. Nach der Handelstheorie ist der Preis jedoch weniger wichtig als die Produktdifferenzierung, d.h. die "internationale Arbeitsteilung". Obwohl auf einigen wenigen Märkten (insbesondere dem Rohstoffmarkt) Preisunterschiede eine Schlüsselrolle spielen können, ergibt sich aus der OECD-Untersuchung, dass der Großteil des Handels zwischen entwickelten Volkswirtschaften preisunelastisch ist.

In der Praxis können die Weltmärkte niemals einen perfekten Ausgleich zwischen Währungsbereichen herstellen. Zahlreiche wichtige Bestandteile der normalen Inlandsausgaben (z.B. Grundnahrungsmittel) werden nicht in großem Maße gehandelt, daher ist es möglich, dass einzelne Regionen des gleichen Währungsbereichs unterschiedliche Inflationsraten aufweisen<sup>18</sup>. Zweitens müssen die Transportkosten berücksichtigt werden. Drittens sind die Verzögerungen zu beachten, mit denen Produktions- und Handelsvolumen auf exogene Störungen reagieren: Wechselkurse und Zinsen können sich schnell ändern, Produktions- und Investitionspläne, Verträge usw. nicht unbedingt. Viertens besteht die Möglichkeit, dass die Auswirkungen des Handels mit Waren und Dienstleistungen von Ereignissen auf den Kapitalmärkten in den Hintergrund gedrängt werden (s.o.), die zur Determination der Wechselkurse wichtiger als die Anpassungen an Handelsströme werden.

Fünftens schließlich ist selbst innerhalb des EU-Binnenmarkts noch immer kein vollkommen freier Handel verwirklicht worden. Tarife, Zölle, Quoten, nichttarifäre Hindernisse, staatliche und quasi-staatliche Monopole, Einschränkungen "aus öffentlichem Interesse", Bevorzugung nationaler Unternehmen usw. sind weiterhin gang und gäbe.

Daher weichen die Nominalzinsen fast immer von den KKP-Kursen ab. Dies ist offensichtlich kurzfristig gesehen der Fall, wenn die Marktvolatilität sich nicht mit Schwankungen der relativen Inflationsraten erklären lässt. Eine solche Abweichung kann außerdem über lange Zeit anhalten.

<sup>17</sup> Oder, um das Konzept in einer anderen populären Weise auszudrücken: PPP-Kurse bestehen dann, wenn der reale Preis eines normalen "Big Mac" in allen Ländern gleich ist.

<sup>18</sup> vgl. den *Monatsbericht* Oktober 1999 der Europäischen Zentralbank.

Der Wechselkurs des Dollar z.B. stieg von Ende der Achtzigerjahre kontinuierlich an und erreichte 1985 einen Stand von 50 % über seinem "realen" Kurs. Erst am Ende des Jahrzehnts kehrte er auf seinen ursprünglichen Stand zurück. Wenn, wie in den Lehrbüchern steht, "Wechselkurse langfristig dazu tendieren, sich ihren KKP-Werten anzunähern" (Lipsey und Crystal, 1995), hängt viel davon ab, was "langfristig" heißt. Ferner ist die Tatsache, dass der Wechselkurs des Dollar zu Beginn der Neunzigerjahre ungefähr auf dem gleichen Stand wie Anfang der Achtzigerjahre lag, vielleicht nur ein statistischer Zufall. Zeitreihen der realen Kurse von D-Mark, Yen oder Pfund aus dem gleichen Zeitraum zeigen keinerlei Annäherung an irgendein konstantes Mittel.

Die eingeschränkte *Prognosefähigkeit* der KKP für Wechselkurse wird noch deutlicher durch die erschreckende Tatsache, dass der Leitkurs des Pfund innerhalb des Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems im September 1992 im Vergleich zum KKP-Kurs sogar leicht *unterbewertet* war! Es ist daher vielleicht auch nicht verwunderlich, dass Paul Samuelson in einem zukunftsweisenden Referat von 1964 die KKP wie folgt beschrieb:

*"eine irreführend anmaßende Doktrin, die etwas für die Ökonomie seltenes verspricht, nämlich ausführliche zahlenmäßige Prognosen."* (Samuelson, 1964).

### 1.5.2. Balassa-Samuelson

Die anhaltende Abweichung der tatsächlichen Wechselkurse von den errechneten KKP-Kursen war bereits 1964 Gegenstand von zwei Abhandlungen, die zuerst von Paul Samuelson und dann von Bela Balassa (1964) veröffentlicht wurden. Dabei ist das so genannte "Balassa-Samuelson Model" herausgekommen. Es trifft eine kritische Unterscheidung zwischen handelbaren und nichthandelbaren Gütern in einer Volkswirtschaft und erkennt, dass unterschiedliche Produktivitätszuwächse im handelbaren und im nichthandelbaren Sektor ein Schlüsselfaktor sind; dies ist die so genannte "Productivity-Bias-Hypothese".

Die von Balassa-Samuelson durchgeführte Analyse bestätigte im Grunde, dass Wechselkurse zu ihren KKP-Kursen tendieren, jedoch nur im Bereich der handelbaren Güter. Die interne Preisstruktur eines Landes wird jedoch insgesamt durch Produktivitätsentwicklungen auch der nichthandelbaren Sektoren bestimmt, die von denen des handelbaren Sektors deutlich abweichen können.

Beispielsweise könnte der technologische Fortschritt in den mehr vom Wettbewerb bestimmten handelbaren Sektoren (wie z.B. im verarbeitenden Gewerbe) schneller als in den nichthandelbaren Sektoren (wie z.B. Landwirtschaft und Dienstleistungen) vorangehen, was zu einem unterschiedlichen Produktivitätszuwachs und einem relativen Preisanstieg für nichthandelbare Güter führt. Kurs-/Wechselkurs-Arbitrage würden zwar die Preise für handelbare Güter zwischen Währungsbereichen ausgleichen, für nichthandelbare Güter wäre dies jedoch nicht der Fall. Daher würden Produktivitätsgefälle zwischen den handelbaren und den nichthandelbaren Sektoren sich in den Differenzen zwischen dem tatsächlichen und dem KKP-Wechselkurs widerspiegeln. Wenn das internationale Produktivitätsgefälle z.B. bei den handelbaren Gütern größer als bei den nichthandelbaren wäre, hätte das Land, das die höhere Produktivität aufweist, scheinbar eine überbewertete Währung.

Seit 1964 wurde das Balassa-Samuelson-Modell verschiedenen empirischen Tests unterzogen, mit unterschiedlichen Ergebnissen. Eine Untersuchung der Hypothese von Asea and Mendoza (1994), die in verschiedenen Ländern und zu unterschiedlichen Zeiten ansetzte, unterstützte z.B.

die Aussagen, wonach Produktivitätsunterschiede die relativen Preise nichthandelbarer Güter und außerdem die langfristigen Unterschiede der Preisniveaus einzelner Länder bestimmen. Diese Differenzen waren jedoch im Hinblick auf die Erklärung der langfristigen Abweichungen der realen Umrechnungskurse von den KKP-Kursen wenig hilfreich. Eine ihrer Schlussfolgerungen sollte sogar Zweifel an dem in das Balassa-Samuelson-Modell aufgenommenen Element der KKP aufkommen lassen, nämlich der Gültigkeit der langfristigen KKP für *handelbare* Güter.

Andere theoretische und empirische Studien untersuchten verschiedene Modelle für Wechselkursschwankungen und deren Ursprung in den KKP-Kursen. Ein neueres IWF-Arbeitspapier von Jahanara Begum (2000) z.B. legt den Schwerpunkt auf die Bedeutung relativer Produktivitätsstöße wie z.B. Technologieschocks. Das Modell sagt voraus, dass

*"die Erhöhung der inländischen Produktivität bei handelbaren Gütern (verglichen mit der ausländischen Produktivität bei handelbaren Gütern) zu einer Wertsteigerung der realen Wechselkurse führt, während die Erhöhung der inländischen Produktivität bei nichthandelbaren Gütern eine reale Abwertung bewirkt..."*.

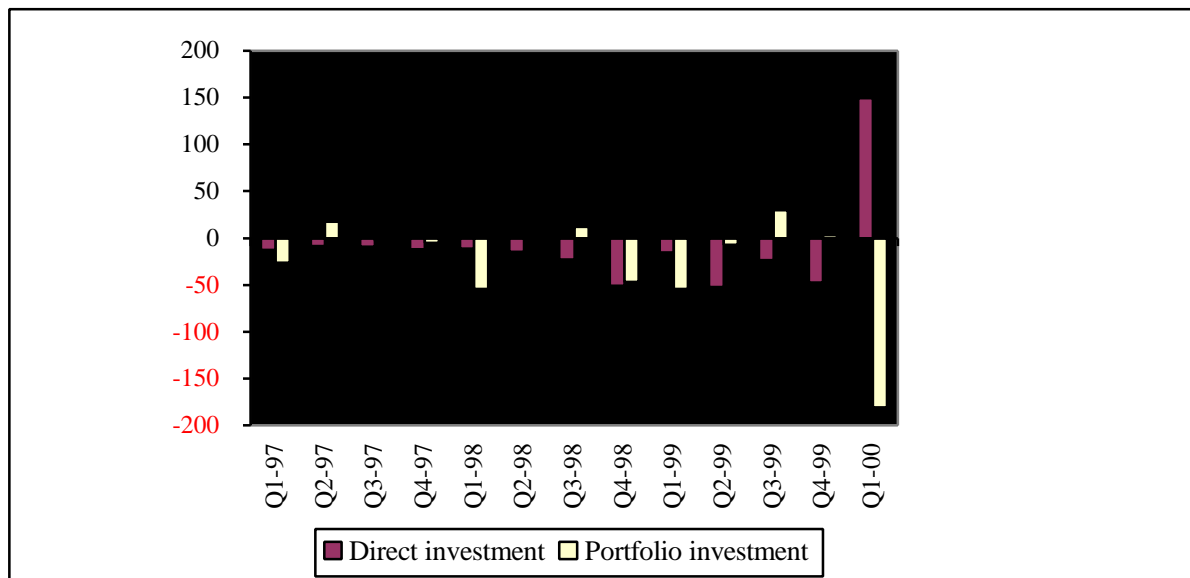
Die empirischen Belege unterstützen diese Theorie in gewisser Weise. Der Aufsatz nennt außerdem mehrere Tests allgemeinerer Art der Productivity-Bias-Hypothese, die auf Grundlage von Statistiken der OECD einen Zusammenhang zwischen Änderungen des Produktivitätsgefälles und Wechselkursschwankungen aufzeigen.

### 1.5.3. Ausländische Direktinvestitionen und Anlageinvestitionen

Kurzfristige Bewegungen von "heißem Geld" zur Ausnutzung des Zinsgefälles sind nur eine der Ursachen für internationale Kapitalflüsse. Auf Dauer wichtiger sind mit Sicherheit die Flüsse, die auf Direktinvestitionen und Nettoanlageinvestitionen zurückzuführen sind. Das langfristige Kapitalbilanzdefizit des Euro-Währungsbereiches gegenüber den USA wurde in Abschnitt 1.2 bereits als plausible Erklärung für den Wertverlust des Euro im Jahr 1999 genannt.

Daher lässt sich eine Definition des ausgewogenen Wechselkurses ausgehend von der erwarteten Gesamtkapitalrentabilität aufstellen. Bei voller Mobilität des Kapitals und unter der Annahme, dass der Kauf von Wirtschaftsgütern durch Nichtansässige gesetzlich nicht eingeschränkt ist, fließt das Kapital in Währungsbereiche, in denen die Investitionsmöglichkeiten den höchsten Ertrag versprechen. Die Wechselkurse bewegen sich dann auf ein "Portfolio-Bilanz-Gleichgewicht" zu, bei dem die Gesamtkapitalrentabilität gleich ist.

Beispiel: Bei einer bestimmten Wechselkursparität können die Arbeitskosten in Land A deutlich niedriger als in Land B sein. Investoren in Land B können dann bestimmen, dass die Produktion bestimmter Güter entsprechend der Theorie des "komparativen Vorteils" nach Land A verlegt wird und die Waren reimportiert werden. Dies führt dazu, dass sich sowohl die Kapital- als auch die Leistungsbilanz von Land A verbessert, das BIP steigt und auch der Wechselkurs seiner Währung gegenüber der von Land B an Wert gewinnt. Auch hier können die Verantwortlichen von Pensionsfonds in Land B beschließen, dass bei der bestehenden Parität das Kapital der Unternehmen in Land A bessere Erträge als das der Unternehmen auf dem Heimatmarkt abwirft. Außerdem könnte ein Unternehmen in Land B, das Kapitalrücklagen besitzt, beschließen, dass diese am besten für die Übernahme eines Unternehmens in Land A verwendet werden. Die nachfolgenden Anlagekapital-Ströme erhöhen die Wechselkursparität der Währung von Land A gegenüber der von Land B.

**Diagramm 8: Netto-Direkt- und Anlageinvestitionen: Mrd. € (bis Ende 1998: Mrd. ECU)**

Quelle: EZB-Monatsbericht, Juli 2000

Die "Portfolio-Bilanz-"Gleichgewichtskurs-Theorie basiert jedoch auf der weit gefassten Annahme, dass ähnliche Aktivposten, die in unterschiedlichen Währungen denominated sind, Substitute sind. Aufgrund unterschiedlicher Angebotsbedingungen, wechselnder Risikoprämien usw. ist dies aber nur selten der Fall. Kapitalflüsse können ebenso gut auch von den komplexen Absichten der Vermögensbesitzer abhängen: Ein Beispiel wäre der Kauf von Vermögenswerten mit dem Ziel der Diversifizierung der Portfolios und nicht des Strebens nach höheren Renditen<sup>19</sup>.

Sowohl auf den Devisen- als auch den Aktienmärkten kommt außerdem noch das Phänomen des "Überschießens" hinzu. Kapital fließt in steigende Märkte, lange nachdem das theoretische Gleichgewicht erreicht wurde, da erwartet wird, dass jeder andere das gleiche tun wird und damit die Preise stützt. In ähnlicher Weise wird das Kapital, lange nachdem das Gleichgewicht überschritten wurde, ein sinkendes Schiff verlassen, da jeder andere dies auch tut. Diese Tendenz wird sich erst umkehren, wenn die feste Erwartung besteht, dass ein Umschwung auf dem Markt bevorsteht. Die unterschwellige Spekulation, ob das laufende Kursniveau auf dem amerikanischen Aktienmarkt oder der Kurs des Dollar anhält, ist Ausdruck dieses Problems. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich verweist in ihrem 70. Jahresbericht auf die zunehmenden "Ungleichgewichte und Strukturmängel" der Weltwirtschaft und insbesondere auf den

*"beispiellosen Kontrast zwischen dem Rekordhoch der privaten Sparquote in Japan und dem Rekordtief dieser Quote in den USA."* (BIZ, 2000).

Unterschiede bei den Steuersystemen und -sätzen machen das Geflecht der Kapitalströme zudem noch komplizierter. Obwohl auf Kapitalerträge i.A. die Steuern angewandt werden, die in dem

<sup>19</sup> Dies ist eine der Erklärungen, die für die Kapitalflüsse vom Dollar in die D-Mark in den 70er-Jahren vorgebracht wurden.

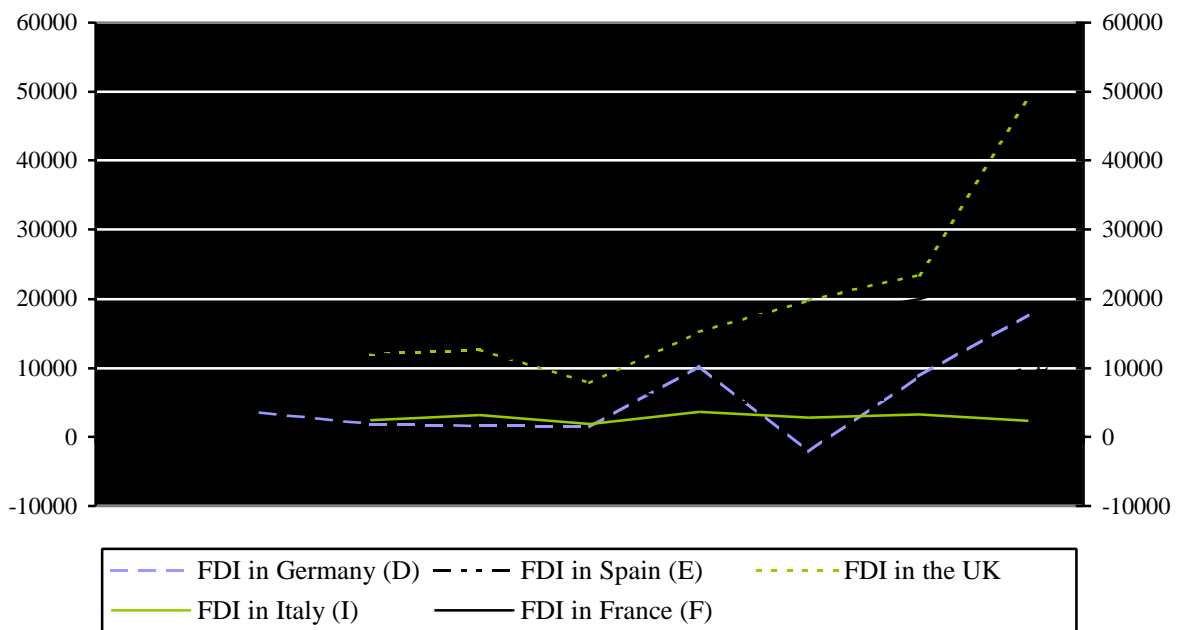
Land gelten, in dem der Anleger ansässig ist - wobei die Aufteilung des Steueraufkommens einem System von Steuerabkommen unterliegt -, können Niedrigsteuersysteme Vorteile haben. Eine kürzlich erschienene Untersuchung (Anderson, 2000) enthält einen steuerlichen "Elends-Index" aus der Summe der oberen Grenzsteuersätze der Personen- und Unternehmenssteuern, der MWSt., der Vermögenssteuern und der Sozialabgaben. Hohe Grenzsteuersätze, so die Untersuchung, besitzen einen leistungshemmenden Einfluss auf die Erzeuger; außerdem seien die Zahlen ein "Warnschuss für Frankreich".

**Tabelle 3: Steuerlicher "Elends-Index"**

US	IRE	UK	JAP	DE	DK	LUX	NL	FI	ES	GR	AU	SW	IT	BE	FR
90*	109.5	109.7	123	124**	125	126	124	138	139	146	147	151	154	171	193

\* Hochsteuerstaaten wie Kalifornien ausgenommen. \*\* Steuerreformen vorausgesetzt, andernfalls 143.  
 Quelle: Forbes Global

**Diagramm 9: Ausländische Direktinvestitionen (FDI)<sup>20</sup> in den großen Volkswirtschaften der EU (Millionen €)**



Neuere Zahlen zeigen jedoch, dass es der französischen Wirtschaft bemerkenswert gut geht: Ende 1999 betrug das Wachstum im Vergleich zum Vorjahr 3,2 %, wobei hohe Steuern scheinbar keine abschreckende Wirkung auf ausländische Direktinvestitionen hatten (vgl. Diagramm 9). Basierend auf dem Konzept des "richtigen Wechselkurses" geht eine Erklärung

<sup>20</sup> Definition der Direktinvestitionen in der OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment.

dahin, dass die Auswirkungen der Steuern durch die "Unterbewertung" (zumindest gegenüber der D-Mark) des Kurses, mit dem der Franc im Euro festgeschrieben wurde, ausgeglichen wurden<sup>21</sup>.

#### 1.5.4. Fundamentale ausgewogene Wechselkurse (FEER)

Verschiedene, unterschiedlich komplexe ökonomische Modelle bieten natürlich noch ausgeklügeltere Möglichkeiten zur Berechnung eines möglichen ausgewogenen Kurses.

Intuitiv wird deutlich, dass z.B. die Währungen von im Weltmaßstab relativ erfolgreichen Ländern, die vergleichsweise noch reicher werden, dazu neigen, ungeachtet der Schwankungen der nominalen Kurse steigende *reale* Wechselkurse aufzuweisen.

Das Konzept der fundamentalen ausgewogenen Wechselkurse (FEER) von John Williamson (1983 und 1985) et al. weicht von der KKP ab, indem es reale makroökonomische Faktoren anstelle der nominalen Faktoren wie z.B. Geldmengenaggregate, Inflation und Wechselkurse verwendet. Sein Zweck ist die Berechnung der Folgen von Trendentwicklungen bei der Nachfrage, dem BIP-Wachstum, der Wettbewerbsfähigkeit, der Steuerpolitik usw. auf Wechselkurse.

Die Entwickler des Modells - u.a. Wren-Lewis und Driver (1998) - betonen, dass es sich bei den FEER um ein mittelfristiges Konzept handelt, im Sinne

*"eines Gleichgewichts, bei dem sich der Vermögensbestand ändert, aber keine anderen kurzfristigen Ungleichgewichte mehr bestehen."*

Daher betrifft es ausschließlich die realen und nicht die nominalen Kurse und besitzt keine Folgen für die Geldpolitik.

*"Mittelfristig bestimmt die Geldpolitik lediglich das Preisniveau, sie hat keinen Einfluss auf die Realwirtschaft oder die FEER."*

Für die Berechnung der FEER ist allerdings die Steuerpolitik von Bedeutung.

*"Eine Senkung der Staatsausgaben führt umgehend zum Rückgang der Nachfrage nach der Binnenproduktion, was in der Regel zu einer Abwertung der FEER führt. Umgekehrt erhöht eine Steuersenkung (die, sofern der Rückgang der Staatsausgaben anhält, unausweichlich ist) den Verbrauch und damit die Nachfrage nach einheimischen Produkten. Diese beiden Effekte treiben den Wechselkurs in entgegengesetzte Richtungen, wobei sich im voraus nicht sagen lässt, welche Richtung die Oberhand gewinnt."*

Inwiefern solche komplexen Modelle im positiven Sinne als Prognoseinstrumente oder im normativen Sinne als politische Leitlinien überhaupt etwas bringen, ist jedoch mehr oder weniger unklar. Für die G7 angestellte Berechnungen von Wren-Lewis und Driver vom Frühjahr 1998 beinhalteten zahlenmäßige Prognosen für den Kurs des Euro im Jahr 2000 entsprechend den FEER. Auf Grundlage der Annahme, dass Deutschland, Frankreich und Italien, aber nicht das VK, zum Euro-Währungsbereich gehören, lag die nominale \$/€-Schwankungsbreite zwischen 1,404 und 1,149.

<sup>21</sup> Laut IWF (Alberola, et al., 1999) "von den vier großen WWU-Währungen war die Deutsche Mark am Eintrittszeitpunkt deutlich überbewertet (3 Prozent), die italienische Lira leicht unterbewertet (ungefähr 4 Prozent) und der französische Franc und die spanische Peseta besaßen ausgewogene Eintrittskurse".

Mit anderen Worten: Nach diesem Modell ist der Dollar gegenüber dem Euro massiv überbewertet, wenn man makroökonomische Trends zu Grunde legt. Entsprechend der Definition von Wren-Lewis/Driver lässt sich der zeitliche Rahmen jedoch kaum als "mittelfristig" bezeichnen.

\*

Dass so viele Theorien und Modelle für die Bestimmung der *realen* Wechselkurse bestehen, zeigt, dass es nach wie vor schwierig ist, einen bestimmten "richtigen" Markt- oder *nominalen* Kurs bestimmen.

Außerdem bietet keines der Modelle eine zufriedenstellende Erklärung auf die Frage, warum die Märkte i.allg. völlig verschiedene Ergebnisse erzeugen.





## 2. Der Einfluss des Wechselkurses auf die Geldpolitik

In einer Rede Ende Januar 2000 in Rom verwies Tommaso Padoa-Schioppa, Mitglied des EZB-Direktoriums, auf

*"die wichtige Rolle des Wechselkurses bei der Gestaltung der Geldpolitik."*

Dieser Satz wurde von Medien sofort aufgegriffen, da er der gewohnheitsmäßigen Hervorhebung des Innenwerts des Euro gegenüber seinem Außenwert und auch der Position des zuständigen Kommissionsmitglieds Pedro Solbes scheinbar widerspricht, der dazu verlautet hatte, es gäbe

*"keinen klaren Zusammenhang zwischen einer entsprechend definierten Geldpolitik und dem Wechselkurs."*

Die Aussagen wurden von bestimmten Kreisen als Beweis für die "Verwirrung bei der EZB"<sup>22</sup> ausgelegt, die ihrerseits dazu beigetragen hatte, den Euro erneut auf die Parität mit dem Dollar zu drücken.

Es lässt sich natürlich darüber streiten, ob die Devisenmärkte wirklich so sensibel auf solche Feinheiten reagieren. Wie bereits in der Einführung zu dieser Studie erwähnt, sprach Padoa-Schioppa nur in allgemeinen Worten aus, was offenkundig ist. Es gibt Umstände, unter denen die Richtung der Geldpolitik auf jeden Fall den Wechselkurs beeinflusst, genau wie es Umstände gibt, unter denen Wechselkursschwankungen offensichtlich die Ausübung der Geldpolitik beeinflussen. Als der Euro am 31. Januar unter \$ 0,97 fiel, räumte EZB-Präsident Wim Duisenberg ein:

*"Der Wechselkurs spielt eine wichtige Rolle in der Strategie der EZB. Eine weitere Schwächung des Euro würde ein Risiko für das Ziel der Europäischen Zentralbank, die Preisstabilität zu wahren, aufwerfen."*

### 2.1. Die Auswirkung der Euro-Abschwächung auf die Preise

Die Annahme liegt nahe, dass eine Abwertung der Währung zu einer höheren Inflationsrate führt, da sie Importwaren teurer macht. Dies muss aber nicht der Fall sein. In erster Linie hängt vieles vom Umfang des Warenverkehrs im Vergleich zum BIP, von der Preiselastizität auf Seiten der Nachfrage bei Import- und Exportwaren sowie vom Angebot an Substituten für Importwaren ab. Im Fall der meisten europäischen Länder ist z.B. die Nachfrage nach importiertem Rohöl auf kurze Sicht preisunelastisch, und es werden wenige kurzfristige Substitute angeboten. Ein Anstieg des Rohölpreises aufgrund der Entwicklung des Lieferpreises oder der Abwertung der Währung gegenüber dem Dollar spiegelt sich daher umgehend im Benzinpreis wider.

In ihrer Übersicht über die EU-Wirtschaft 1999 erklärte die Kommission ausdrücklich, dass *"Wechselkursentwicklungen im Verlauf des Jahres 1999 zu höheren Preisen im Euro-Währungsbereich beigetragen haben"* (Kommission, 1999). Jedoch fügte sie hinzu:

*"...bestimmte Fälle aus den frühen 90er-Jahren zeigen, dass das Ausmaß, in dem höhere Importpreise auf die Endverbraucherpreise durchschlagen, vom Stand der Verbrauchernachfrage sowie davon abhängen, ob die Abwertung als vorübergehend oder längerfristig angesehen wird. Insofern der Preis ausländischer Waren, die auf dem großen Markt des Euro-Währungsbereiches verkauft werden sollen, immer öfter an den Markt*

<sup>22</sup> z.B. in der *Financial Times* vom Dienstag, den 25. Januar 2000.

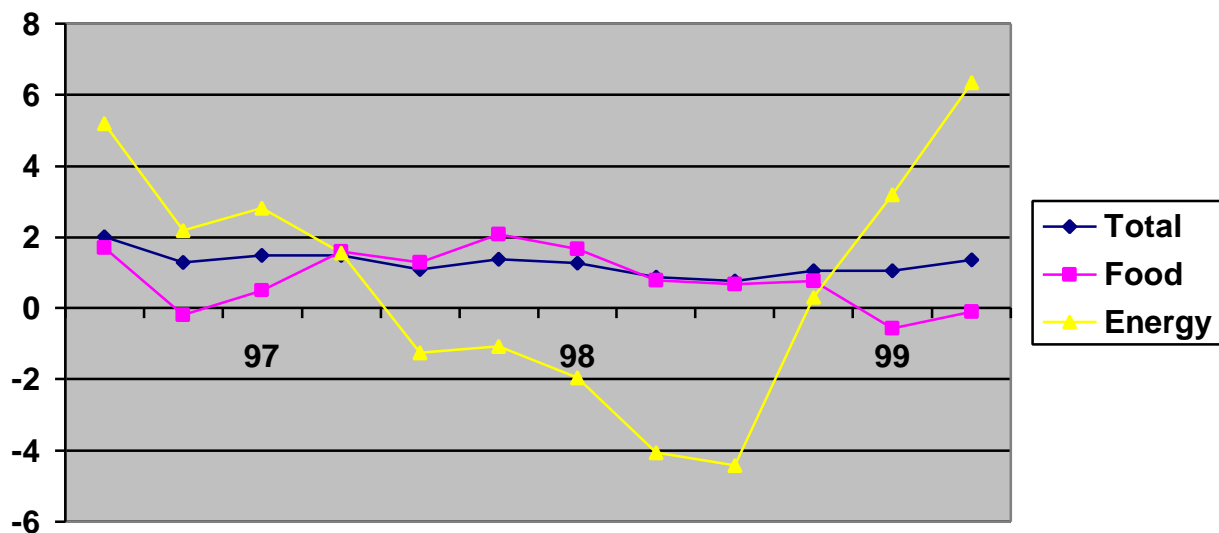
*angepasst werden und Einfuhren immer öfter in Euro statt in einer ausländischen Währung berechnet werden, würde dies außerdem die Folgen von Wechselkursschwankungen mildern. Diese Faktoren lassen darauf schließen, dass die kürzlich erfolgte Abwertung des Euro nur schwach auf die Verbraucherpreise durchgeschlagen hat."*

Ein Anstieg der Preise von Einfuhren kann darüber hinaus nicht *von alleine* zu einer höheren Inflationsrate führen. Dafür müssen die Preisanstiege durch ein Wachstum der Geldmenge begünstigt werden.

*"Ein durch den Wechselkurs herbeigeführter Anstieg des Preisniveaus für ein bestimmtes monetäres Ziel senkt die reale Währungsbilanz, erhöht die Zinsen und schwächt die Inlandsnachfrage und übt damit einen Abwärtsdruck auf die Preise aus."* (OECD, 1985).

Mit anderen Worten: Vorbehaltlich einer stabilen geldpolitischen Haltung wird ein Anstieg der Importpreise durch einen entsprechenden Rückgang anderer Preise ausgeglichen.

**Diagramm 10: Preisentwicklung in der EU, 1997/9**



Quelle: Eurostat

Eine Aufschlüsselung der Zahlen nach der Entwicklung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex 1998/9 machen diesen Effekt deutlich (vgl. Diagramm 10). Nach einer Phase, in der sie stetig zurückgingen, begannen die Rohölpreise Mitte 1998 drastisch zu steigen und setzten diese Entwicklung im Jahr 1999 fort. Der allgemeine Preisindex stieg jedoch nur geringfügig, was zum Teil mit dem deutlichen Rückgang der Lebensmittelpreise zu erklären ist. Lässt man sowohl die Energie- als auch die Lebensmittelpreise unberücksichtigt, ergibt sich eine praktisch unveränderte Inflation von 1 %/Jahr.

## 2.2. Direkte und indirekte Effekte

Die Analyse der EZB über die Art und Weise, wie ansteigende Importpreise auf die Verbraucherpreise durchschlagen, ist in ihren *Monatsberichten* von Juni und August 2000 beschrieben. Sie teilt den Mechanismus auf in:

- *Direkte Effekte* – z.B. der Anstieg der Benzinpreise an der Zapfsäule aufgrund des Anstiegs der Rohölpreise auf dem Weltmarkt (die natürlich in Dollar denominated sind).
- *Indirekte Effekte*, die sich ergeben, wenn die Importpreisänderungen allmählich über die Produktionskette weitergegeben werden und sich im Erzeugerpreisindex (EPI) niederschlagen.
- *"Zweitrundeneffekte"* vor allem auf die Lohnforderungen und Lohnniveaus.

Was die **direkten Effekte** anbelangt, unterscheidet die Analyse zwischen dem spezifischen Vorgang eines Anstiegs der Rohölpreise und einem allgemeineren Effekt wie dem Anstieg der Preise für importierte Verbrauchsgüter (d.h. dem Effekt einer Abwertung der Währung). Im erstgenannten Fall lautet eine "allgemeine Regel", dass ein Anstieg der Ölpreise (gemessen in Euro) um 10 % mit einem nahezu unmittelbaren Anstieg der Energiepreiskomponente des HVPI um 1 % verbunden ist, der einen Anstieg des HVPI insgesamt um 0,1 % nach sich zieht. Im zweiten Fall bemerkt sie, genau wie die Kommission, die zunehmende Tendenz der ausländischen Erzeuger, die Preise nach dem Markt zu richten, d.h. die Preise je nach Markt zu gestalten, um sich unabhängig von den Wechselkursen Marktanteile zu sichern, sodass die letztendlichen Auswirkungen auf den HVPI "schwer zu quantifizieren" sind. Kurzfristige Schwankungen des Wechselkurses haben daher möglicherweise nur wenig oder gar keine Auswirkungen auf die meisten Einfuhrpreise.

*"Länger anhaltende Veränderungen des Wechselkurses wirken sich in der Regel jedoch tatsächlich irgendwann auf die Einfuhrpreise aus"*<sup>23</sup>.

Die **indirekten Effekte** auf den HVPI über die Kosten von Zwischenprodukten einheimischer Hersteller, die, wie die EZB betont, zu den direkten Effekten *hinzu* kämen, entstehen sowohl aufgrund eines spezifischen Preisanstiegs, wie im Fall der Ölpreise, als auch eines allgemeinen Anstiegs des Preisniveaus der Rohstoffe und Zwischenprodukte nach einer Währungsabwertung. Die Analyse unterstreicht die Bedeutung von Substitutionen für Importwaren, bemerkt aber auch, dass "der Preis der im Währungsgebiet erzeugten Vorleistungen den Entwicklungen der Weltmarktpreise mit geringem Abstand folgt". Die Auswirkungen auf den HVPI finden dann zeitversetzt statt.

*"Eine grobe Schätzung auf Grundlage der Erfahrung der Vergangenheit lässt darauf schließen, dass der jüngste Anstieg der Importpreise um 20 %, sofern er anhält, über die indirekten Effekte in einem Zwei- bis Dreijahreszeitraum mit rund 1 Prozentpunkt zum kumulativen Anstieg der Verbraucherpreise im Eurogebiet beitragen dürfte."*

Die Untersuchung der Preisindizes seit Beginn des Anstiegs der Importpreise Ende 1998 zeigt in der Tat einen engen Zusammenhang zwischen den Importpreisen und den industriellen Erzeugerpreisen, aber nur einen geringen Zusammenhang zwischen diesen und dem HVPI (vgl. Diagramm 11). Es ist jedoch nicht klar, ob dies deswegen der Fall ist, weil

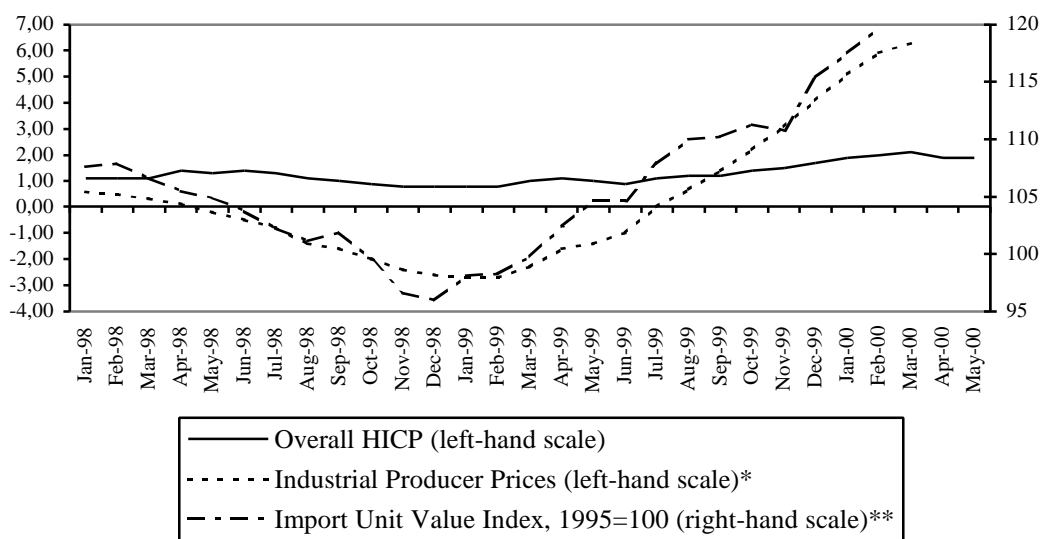
<sup>23</sup> EZB-Monatsbericht August 2000, S.40.

- die Effekte bisher noch nicht voll durchgeschlagen haben, wie die EZB folgert,
- die Elastizität der Nachfrage die Erzeuger gezwungen hat, die höheren Kosten für Zwischenprodukte zu absorbieren, oder
- die geldpolitische Haltung der EZB selbst jegliche inflationären Folgen ausgeschlossen hat.

Die **Zweitrundeneffekte** dürften, so die EZB, "von der komplexen Wechselbeziehung zwischen Löhnen, Inflationserwartungen, dem Konjunkturzyklus und den gesamtwirtschaftspolitischen Reaktionen abhängen". In früheren *Monatsberichten* schien die Zentralbank jedoch davon auszugehen, dass die Wechselwirkung zwischen Wechselkurs und Inflationsrate vor allem über die Lohnsätze erfolgt, was früher als "Kostendruck-Inflation" bezeichnet wurde.

*"Infolge des vorangegangenen Rückgangs des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro und des Anstiegs der Ölpreise im Jahr 1999 haben sich die Importkosten für das Euro-Währungsgebiet erhöht. Dies hat unter anderem zu einem kurzfristigen Aufwärtsdruck auf die Energiepreiskomponente des HVPI und möglicherweise auch auf die Preise für Vorleistungsgüter geführt.... Die Risiken für die Preisstabilität über die mittlere Frist hängen vor allem davon ab, wie die Löhne auf die kurzfristigen Entwicklungen der Verbraucherpreise reagieren"*<sup>24</sup>.

**Diagramm 11: Verbraucher-, Erzeuger- und Importpreise im Euro-Währungsbereich**  
(Veränderung gegen Vorjahr in %, Monatswerte)



\* Ohne Baugewerbe.

\*\* Die Indizes der Einfuhrdurchschnittswerte beziehen sich auf Transaktionen zwischen dem Euro-Währungsbereich und der übrigen Welt; die Berechnungen basieren auf zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitten.

Quelle: EZB-Monatsbericht, Juni 2000

<sup>24</sup> EZB-Monatsbericht, Januar 2000.

In ihrer Übersicht über die EU-Wirtschaft 1999, stellte die Kommission außerdem fest:

*"Das wichtigste Aufwärtsrisiko für den geplanten Inflationspfad besteht wohl in der Lohnentwicklung."* (Kommission, 1999).

Unmittelbarer Grund der Besorgnis auf Seiten der EZB war die Forderung von 5,5 % mehr Gehalt der IG Metall, die ein Beispiel setzte. Ihr schlossen sich Forderungen von 4,8 % für die deutsche Baubranche und 4,5 % für den öffentlichen Dienst an.

Die Prognose für die Inflation in Deutschland im Jahr 2000 liegt jedoch nur bei 1,5 % (vgl. Deutsche Bank Research, 2000b). Die endgültigen Lohnerhöhungen werden im Bereich von 2,5 % erwartet - viel mehr als im Euro-Währungsbereich insgesamt. Dies ist etwas mehr als der durchschnittliche Anstieg im Jahr 1999 im Privatsektor von 2,2 %. Eine Erhöhung des Lohnniveaus muss außerdem im Zusammenhang mit einer veränderten Produktivität der Arbeitskräfte gesehen werden. Die Forderung der IG Metall basierte auf einem erwarteten Produktivitätszuwachs in der Branche von 3,5 %. Die Produktivität des gesamten Euro-Währungsbereiches dürfte um rund 2,5 % steigen, was ungefähr den Lohnerhöhungen entspricht, sodass der Nettoanstieg der Lohnstückkosten *unter* 1 %, dem Wert von 1999, liegen könnte.

In den Sechziger- und Siebzigerjahren gab es zwischen Ökonomen und Politikern hitzige Debatten über die relativen Vorzüge der "Kostendruck-" und der "Nachfragesog-" Inflationstheorie. Obwohl die offizielle Politik in vielen Ländern Europas lange versuchte, die Inflation durch eine unmittelbare Beeinflussung der Löhne im Zaum zu halten, konnten die Vertreter des "Nachfragesogs" erfolgreich nachweisen, dass sie zum Scheitern verurteilt wären, wenn die Währungsbehörden Lohnerhöhungen durch eine Erhöhung der Geldmenge ausglich. Ob das Gegenteil erreicht wurde, d.h. dass Lohnerhöhungen nicht auf die Inflation durchschlagen, wenn sie *nicht* ausgeglichen werden, ist jedoch weiterhin umstritten.

Diese theoretischen und analytischen Erkenntnisse bieten jedoch keine präzise Methode, um zu berechnen, ob und inwiefern eine Abwertung einer Währung höhere Verbraucherpreise nach sich zieht. Aus historischen Erfahrungen lassen sich "allgemeine Regeln" herauslesen, es wäre jedoch unklug, darauf zu zählen, dass sich die Vergangenheit stets wiederholt. Daneben können ökonometrische Modelle Prognosen liefern. Das Modell der OECD (Interlink) ergibt, dass

- eine Abwertung des Euro um 10 % nach einem Jahr einen Anstieg der Inflationsrate um 0,6 Prozentpunkte zur Folge hat, und
- der Anstieg des Preises für ein Barrel Rohöl um 10 \$ ebenfalls einen Anstieg um 0,6 Prozentpunkte nach einem Jahr und um weitere 0,5 Prozentpunkte nach zwei Jahren bewirkt.

Ausführliche Interlink-Daten sind in Anhang 2 enthalten. Interlink behandelt den Wechselkurs als exogene Variable. Ähnliche Zahlen ergeben sich aus dem Modell Quest der Kommission (vgl. Tabelle 3). Solche Zahlen sind jedoch nur so gut wie das Modell und die dort eingegebenen Daten. Wie die OECD selbst beobachten konnte (vgl. Seite 19), liefern selbst ausgeklügelte ökonometrische Modelle nur unzureichende Prognosen.

### **2.3. Monetäre Bedingungen**

Eine Abwertung der Währung bedeutet nicht nur eine Verteuerung der Einfuhren. Sie führt außerdem auch zu einer Senkung der Exportpreise und kurbelt so die Nachfrage an. Dies kann zu einem verstärkten inflationären Druck führen - wie stark dieser ist, hängt vom Umfang der Kapazitätsreserven der Volkswirtschaft ab.

Für die Währungshüter ist die Auslotung der richtigen Reaktion auf eine Wechselkursschwankung nicht einfach. Im Prinzip führt ein Rückgang des Außenwerts einer Währung zu einer Lockerung der geldpolitischen Haltung. Wenn diese neutral bleiben soll, sind Ausgleichsmaßnahmen im Inland notwendig. Die Effekte können im so genannten "Monetary Conditions Index (MCI)"<sup>25</sup> . zusammengefasst werden.

Solche Indizes sind jedoch weniger genau als sie den Anschein haben. Unterschiedliche ökonomische Modelle beinhalten unterschiedliche Wechselwirkungen zwischen den externen und den internen Bedingungen. Hinzu kommt das Problem der zeitlichen Verschiebung: Beispielsweise müssen eine Schwankung des Wechselkurses und deren ausgleichende Zinsbewegung die monetären Bedingungen nicht unbedingt gleichzeitig betreffen.

Im Fall des Pfund Sterling sind die Meinungsverschiedenheiten zu diesem Thema im Protokoll des Monetary Policy Committee der Bank of England nachzulesen. Daraus geht hervor, dass auf der Sitzung vom Mai 2000 drei Mitglieder des MPC für eine Anhebung der Zinsen plädierten, da der in diesem Monat verzeichnete Wertverlust von 7,5 % der Wechselkursparität des Pfund Sterling binnen zwei Jahren zu einer um 0,5 Prozentpunkte höheren Inflation führen würde. Aus dem von der Bank of England zu Grunde gelegten MCI (VK) ging hervor, dass die im Mai 2000 bestehende Kombination von kurzfristigen Zinsen von 6 % und der £/D-Mark-Wechselkursparität von 1 zu 3,40 monetären Bedingungen mit kurzfristigen Zinsen von 7,5 % entsprach.

Das frühere Mitglied des MPC Sir Alan Budd (2000) vertrat jedoch die Ansicht, dass die Bedeutung des Wertes des Pfund "verschwindend gering" sei. Auch ökonometrische Modelle hatten keinen engen Zusammenhang erkennen lassen. Ein anderes früheres Mitglied des Monetary Committee der Bank of England, Prof. Willem Buiter (2000), verwies außerdem auf die "alte Vier-zu-eins-Regel", nach der ein Fall des Pfund Sterling um 4 % eine Anhebung der Zinsen um 1 % erfordert. "Das ist schlechte Ökonomie", so sein Kommentar.

Quest, das ökonometrische Modell der Kommission, liefert Angaben über die Folgen von Schwankungen der Euro-Wechselkurses für die Inflation und das Wirtschaftswachstum. Eine Wertsteigerung des Euro von 10 % im Jahr 2000 hätte z.B. die folgenden Auswirkungen über zwei Jahre:

**Tabelle 4: Auswirkungen einer Wertsteigerung des Euro-Wechselkurses von 10%**

	2000	2001
BIP	- 0.9	- 1.2
Verbraucherpreise	- 0.8	- 1.3

*Quelle: Dienststellen der Kommission*

Diese Berechnungen gehen natürlich davon aus, dass "die Währungsbehörden die Zinsen unangetastet lassen", d.h. dass kein Versuch unternommen wird, den deflationären Impulsen des Wechselkurses durch internen Geldmengenzuwachs zu entgegnen. Zweitens:

<sup>25</sup> Der von der Deutschen Bank in ihrem "€MU Watch" verwendete Index setzt sich zu 80 % aus kurzfristigen Realzinsen und zu 20 % aus dem realen effektiven Wechselkurs zusammen.

*"die Ergebnisse hängen davon ab, wie der Kursanstieg sich abspielt. Gerade der Effekt auf die Produktion hängt davon ab, ob die Wechselkursschwankung von divergenten Geldpolitiken oder, wie in der aktuellen Simulation, einer Veränderung der Risikoprämien unter der Bedingung der offenen Zinsparität ausgelöst wurde. Die Auswirkungen auf die Verbraucherpreise sind jedoch nur gering."* (Kommission, 1999).

Quest behandelt daher im Gegensatz zu Interlink den Wechselkurs als eine endogene Variable (vgl. das anstehende Papier der Kommission für weitere Einzelheiten).

## 2.4. Zinsen

Eine Abwertung der Währung führt ungeachtet des Transmissionsmechanismus nicht unbedingt zu einem Anstieg des *allgemeinen* Preisniveaus. Die Folgen hängen zum Teil davon ab, ob die Währungsbehörden auf weiterhin stabile monetäre Bedingungen abzielen und ob außerdem eventuell eingeleitete Ausgleichsmaßnahmen greifen. Wenn der Wertverlust mit einer bereits steigenden Inflationsrate einhergeht, wird eine Anhebung der Zinsen wahrscheinlich die wichtigste Reaktion darauf darstellen, und genau dies hat die EZB am 3. Februar 2000 getan<sup>26</sup>. Dabei verfolgte sie zwei Ziele.

- Durch eine strengere geldpolitische Haltung soll die Inflation niedrig gehalten werden.
- Durch die Erhöhung der nominalen Gesamtkapitalrentabilität dürfte sie die Auswirkungen der Abwertung ausgleichen und den Abfluss von kurzfristigem Kapital verhindern.

Historisch gesehen stellt das zweite Ziel am ehesten eine Verbindung zwischen Wechselkurs und Geldpolitik dar. Unter einem System der festen oder teilvariablen Parität wie z.B. dem EWS-Wechselkursmechanismus (ERM) stellt die Anhebung der kurzfristigen Zinsen einen der klassischen Abwehrmechanismen gegen eine bewusst herbeigeführte Abwertung dar (der andere ist die Intervention der Zentralbanken auf den Devisenmärkten, vgl. Abschnitt 2.10).

Wenn der interne Druck aus geldpolitischen Erwägungen und der externe Druck aufgrund des Wechselkurses in die gleiche Richtung gehen, wirft dies keine Probleme auf. Die Situation stellt sich jedoch nicht immer so dar, wie das Vereinigte Königreich 1992 zu seinem eigenen Nachteil feststellen musste. Für die unmittelbar bevorstehenden Jahre deuteten sowohl die interne Inflation als auch die externe Schwäche des Pfund Sterling auf höhere Zinsen. Bei abnehmender Inflation wurden aus hohen *Nominalzinsen* immer mehr hohe *Realzinsen*, die einen deflationären Druck auf die Wirtschaft ausübten. Die wirtschaftlichen Bedingungen im Inland verlangten niedrigere Zinsen.

Das Pfund Sterling musste jedoch die vom Wechselkursmechanismus vorgegebene enge Schwankungsbreite einhalten. Diese Situation erreichte im August/September 1992 ihren Höhepunkt, als auf den Finanzmärkten auf breiter Front gegen das Pfund Sterling spekuliert

<sup>26</sup> Bei der Ankündigung der Erhöhung sagte EZB-Präsident Wim Duisenberg, *"Die Wechselkursentwicklung war nicht der ausschlaggebende Punkt"*. Verschiedene Berichte über die entscheidende Sitzung deuten darauf hin, dass drei Faktoren daran Anteil hatten:

- Der Wechselkurs,
- Prognosen, wonach die Inflationsrate im Jahresverlauf über 2 %, d.h. über den Wert, den die Zentralbank als "Preisstabilität" definiert, steigen könnte, nachdem sie im Januar bereits bei 1,9 % lag, und
- die Tatsache, dass die Zunahme des Geldvorrats (definiert als M3) mehr als 1,5 Prozent mehr als das "Referenzniveau" der Zentralbank von 4,5 % betrug.

wurde. Die erste Gegenmaßnahme bestand in einer offiziellen Intervention auf den Devisenmärkten, gestützt auf die Aktivierung des ECU-Anleiheprogramms. Als zweites erfolgte eine Anpassung der Zinsen. Aber weder eine Intervention, noch die Senkung der kurzfristigen Zinsen in Deutschland oder die Anhebung der britischen Zinsen auf 15 % konnte die Märkte von der Nachhaltigkeit der Wechselkursparität des Pfund Sterling überzeugen. Außerdem schienen weitere Anhebungen im VK aufgrund der einheimischen Wirtschaft ausgeschlossen. Am 16. September, dem "schwarzen Mittwoch", verließ das Pfund Sterling den Wechselkursmechanismus.

### **Kasten 3: Zinsen und Wechselkurs**

#### ***"Euro fällt nach überraschendem Zinsbeschluss"***

*"Die negative Reaktion des Euro auf die Zinserhöhung der EZB führte gestern zu mehreren widersprüchlichen Erklärungen seitens der Analysten.*

*Im Anschluss an die Aussage Wim Duisenbergs, wonach die Maßnahmen 'für längere Zeit den Horizont auhellen würden, gingen viele davon aus, dass die Anhebung lediglich Ausdruck einer strengeren Haltung ist, die Gesamtrichtung der Geldpolitik aber unverändert bleibt.*

*Die Zinsterminmärkte teilten diese Ansicht jedoch nicht, sondern gingen davon aus, dass die EZB sich lediglich aggressiver verhielt. Der Euribor-Vertrag für Dezember, der bei Zinssätzen um 4,75 Prozent lag, gab rund 24 Basispunkte nach.*

*Nach Meinung von Analysten liegt die Erklärung für den Fall des Euro eher in der Besorgnis, dass die EZB zu aggressiv mit dem Wachstum umgegangen ist.*

*'Hier besteht die Gefahr eines Overkills', wie Ray Attrill, Forschungsleiter bei dem Wirtschaftsberatungsunternehmen 4Cast, erklärte. 'Zusammen mit einem sehr ausgeprägten Anstieg der Währung kann dieser Anstieg um 50 Punkte als Gefahr für das Wachstum betrachtet werden.'*

*Er fügte hinzu, die Bewegung hin zu einer Refinanzierung mit variablen Zinsen bedeute, dass der Markt die Zinsen sogar noch höher als 4,25 Prozent, wie gestern angekündigt, drücken könnte."*

Currencies and Money Markets Report, *Financial Times*, Freitag, 9. Juni 2000

Bei anderen Währungen wie z.B. der dänischen Krone wurde ein anderer Weg eingeschlagen. Die bestehenden ERM-Wechselkursparitäten wurden durch die Anhebung der kurzfristigen Zinsen auf Sätze über 100 % aufrecht erhalten. Die auf den "Schwarzen Mittwoch" folgenden Analysen waren sich jedoch nicht einig, ob das Pfund durch ähnliche Anhebungen trotz der Spekulation im Wechselkursmechanismus hätte gehalten werden können. Wie bereits bemerkt, lag die KKP-Parität des Pfund Sterling zu dieser Zeit *über* seinem ERM-Leitkurs, und die nachfolgende Wechselkursentwicklung ließ Zweifel an der zu dieser Zeit herrschenden allgemeinen Meinung aufkommen, dass das Pfund überbewertet wäre.

Erwiesenermaßen bringt eine Änderung der kurzfristigen Zinsen im Hinblick auf die Erhöhung des Außenwerts einer Währung nicht immer das erwünschte Ergebnis. Es ist auch möglich, dass



die Anhebung der Zinsen zur Erhaltung der Parität sich als kontraproduktiv herausstellt (vgl. Kasten 3).

*"Die Erhöhung der Zinsen kann eine Währung manchmal stärken, wenn sich die Anleger in die betreffende Währung von der Inflationsgefahr abschrecken lassen. Im heutigen Europa ist jedoch das Gegenteil der Fall. Geld fließt von Europa nach Amerika ab, und zwar nicht wegen der niedrigeren Inflation, sondern wegen des stärkeren wirtschaftlichen Wachstums."* (Kaletsky, 2000).

Wenn jedoch entgegengesetzter Druck von anderen Wirtschaftsfaktoren ausbleibt, sind höhere Zinsen geeignet, den Außenwert einer Währung zu erhöhen, was aus innenpolitischer Sicht genauso unerwünscht sein kann wie das Gegenteil.

Ein aufschlussreiches Beispiel hierfür ist erneut das Vereinigte Königreich.

Seit es 1992 den Wechselkursmechanismus verlassen hat, konnte das Pfund frei schwanken und hat dabei ein fast schon klassisches Beispiel für das so genannte "Überschießen" geliefert. Von seiner ERM-Leitparität von 2,95 DM war es bis Mitte 1995 auf unter 2,20 DM gefallen. Anfang 1998 erholte es sich auf 3,00 DM und stieg Anfang 2000 bis auf 3,20 DM.

#### **Kasten 4: VK und Inflation im Euro-Währungsbereich**

*"Das Monetary Policy Committee hat die Aufgabe, die Inflation zwischen 1,5 und 3,5 Prozent nach einer einmaligen Messung von RPIX (zu Grunde liegende Inflation) zu halten. Zurzeit liegt sie bei 2,2 Prozent. Die EZB hat die Aufgabe, die Inflation zwischen 0 und 2 Prozent nach einer international anerkannten Messung, dem Harmonisierten Index der Verbraucherpreise, zu halten. Zurzeit liegt sie bei 1,9 Prozent. Nach dem gleichen Messverfahren liegt die Inflation im VK jedoch bei 0,8 Prozent. Daher muss man sich fragen, warum die britischen kurzfristigen Zinsen zwei Fünftel höher liegen als im Eurogebiet, und dies vor allem vor dem Hintergrund, dass die langfristigen Zinsen im VK niedriger als bei vergleichbaren Euroanleihen liegen."*

Graham Searjeant, Financial Editor, in *The Times* vom 13. Juli 2000.

Seither wurden die Zinsen im VK fast ausschließlich als Reaktion auf inländische geldpolitische Anforderungen geändert. Die mangelnde Abstimmung des britischen Konjunkturzyklus mit dem anderer großer europäischer Volkswirtschaften - und auch die als größer empfundene inflationäre Tendenz der Wirtschaft des VK, was sich aber als Illusion herausstellen könnte (vgl. Kasten 4) - führte dazu, dass die Zinsen auf einem Niveau mehrere Prozentpunkte über dem Euro-Währungsbereich blieben. Das Pfund Sterling stieg verglichen mit dem Euro entsprechend der Vorgabe des Dollar, der ein ähnliches Zinsgefälle behauptete (vgl. Abschnitt 1.3).

Dies führte Anfang 2000 zu lauten Klagen der britischen Industrie, sie würde aufgrund der "Überbewertung" des Pfund Exportaufträge verlieren. Obwohl die Ausfuhren des VK sich selbst bei der hohen Wechselkursparität noch überraschend gut hielten, war klar, dass bestimmte Sektoren wie die britische Stahl- und Automobilindustrie unter erheblichem Wettbewerbsdruck standen.

Aus fast den gleichen Gründen wurden Ängste laut, dass eine Erholung des Euro (oder mit anderen Worten, ein Fall des Dollar) ein zweifelhaftes Vergnügen sein könnte.

*"...auch wenn die Europäer sich viel über die Euro-Schwäche beklagen, es könnte sogar noch schlimmer kommen: ... eine Welt, in der Dollar und US-Börsen absacken und der Euro nach oben schnell."* (Crooks und Barber, 2000).

## 2.5. Der Wechselkurs als anti-inflationäres Instrument

Die Kehrseite der Wertverminderung einer Währung und der damit verbundenen Inflation ist der mögliche deflationäre Effekt des steigenden Wechselkurses. Die Übersicht der Kommission von 1999 untersucht ein "Risiko des Kursrückgangs bis hin zur Inflation", das aufgrund "einer härteren Landung der US-Wirtschaft als angenommen" entsteht und

*"wahrscheinlich zu Kapitalzuflüssen und so zu einer Stärkung des Euro führen wird. Ein deutlicher Wertzuwachs hätte das Potenzial zur recht bedeutenden Minderung des Preisdrucks im Euro-Währungsbereich..."* (Kommission, 1999).

Das Festmachen des Wechselkurses an einer Währung einer Volkswirtschaft mit weniger Inflation in Form einer festen Anbindung oder einer limitierten Flexibilität, die einen entsprechenden Wertverlust zulässt, ist eine verbreitete Strategie zur Inflationsbekämpfung. Dies war einer der Gründe, warum die britische Regierung das Pfund Sterling 1990, nachdem bis dahin sein Kurs der D-Mark folgte, in den Wechselkursmechanismus einband. Von Oktober 1990 bis September 1992 fiel die Inflationsrate im VK von 10,9 % auf 3,6 %.

Die o.g. Studie der OECD (1985) führt einen ausführlichen Vergleich zwischen der Wechselkurs- und der Geldmengensteuerung durch und bemerkt, dass ein Wechselkursziel bei zunehmender Geldnachfrage einen besonderen Vorzug hinsichtlich der Minimierung des Produktionsverlusts aufweist. Angesichts weiterer Schocks (Lohnschock, fiskalische Impulse, Anstieg der Zinsen im Ausland) erscheinen monetäre Ziele besser geeignet. Außerdem wird der Wechselkurs im Fall einer Abwertung

*"..i.A. die Inflation nicht beeinflussen, und dies ungeachtet der langfristigen Wachstumsrate der Geldmengenaggregate."*

Der Einsatz des Wechselkursanstiegs zur Bekämpfung der Inflation beinhaltet ebenfalls Gefahren. Wie bereits in der Einführung erwähnt, führt dies nicht notwendigerweise zur Dämpfung des internen inflationären Drucks, sondern eher zu dessen Verschleierung. Die Währungsbehörden könnten zur Sorglosigkeit verleitet werden. Sobald auf dem Markt ein Umschwung stattfindet und der Wechselkurs zu fallen beginnt, nimmt der Druck, der notwendig ist, damit die Preise stabil bleiben, entsprechend zu.

Während der letzten Finanzkrise in Asien wurde erneut deutlich, dass das Vertrauen auf feste Wechselkurse Gefahren beinhaltet. Relativ wenig überwachte Finanzsysteme konnten, gestützt auf staatliche Bürgschaften, Dollar-Kredite zu einem festen Wechselkurs und zu vergleichsweise niedrigen Zinssätzen aufnehmen. Nach dem Zusammenbruch dieses Systems waren große Teile ihres Finanz- und Firmensektors zahlungsunfähig.

*"Die Länder, die am meisten unter der Asienkrise litten, waren die Entwicklungsländer, deren Zentralbanken am US-Dollar festgemachte Wechselkurse unterhalten."* (Europäisches Parlament, 2000b).

Im Fall des Euro wurde die Möglichkeit eines Wechselkursziels als anti-inflationäres Instrument kurz in Erwägung gezogen, aber verworfen. In der Beschreibung der geldpolitischen Optionen des Europäischen Währungsinstitutes von 1997 heißt es:

*"ein Wechselkursziel erscheint nicht angemessen, da ein solcher Ansatz angesichts eines Gebiets, das potenziell so groß wie der Euro-Währungsbereich ist, eventuell nicht mit dem internen Ziel der Preisstabilität zu vereinbaren ist."* (Europäisches Währungsinstitut, 1997).

## 2.6. Der Wechselkurs als Indikator

Das vorrangige, im Vertrag<sup>27</sup> festgelegte Ziel der Geldpolitik der EZB ist die Erhaltung der Preisstabilität, d.h. der internen Kaufkraft des Euro. Diese wurde von der Zentralbank im Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) der EU als Inflationsrate von unter 2 % *im Jahr* definiert. Die Umsetzung der Politik basiert auf zwei "Säulen":

- Ein "Referenzwert" von 4,5 % der jährlichen Wachstumsrate der Geldmenge, definiert als M3, und
- verschiedene Indikatoren über das mögliche zukünftige Inflationsniveau, zu denen u.a. der Außenwert des Euro gehört.

Bisher war die EZB weder bereit, ein bestimmtes Inflationsziel zu nennen, noch sich näher über das zur Vorhersage inflationärer Tendenzen verwendete Modell zu äußern (im Gegensatz zur Kommission und ihrem Modell namens Quest). Daher ist eine genauere Angabe darüber, welche Gewichtung die EZB dem Wechselkurs im Vergleich zu anderen Indikatoren wie zahlenmäßigen Angaben zur Geldmenge oder der Entwicklung der langfristigen Zinsen (der "ersten Säule") zumisst, nicht möglich. Eine eingehende Betrachtung der Erklärungen von Mitgliedern des Vorstands der EZB und der *Monatsberichte* lässt jedoch die Aussage zu, dass der Wechselkurs zumindest bis vor kurzem keine besondere Gewichtung besaß. Äußerungen, die belegen sollten, dass nur eine geringe Inflationsgefahr besteht, verwiesen auf die Anleihemärkte:

*"Die Entwicklung der langfristigen Nominalzinsen gibt üblicherweise wieder, wie die Märkte die langfristige Inflationsgefahr einschätzen. ... Wenn ich mir die in Euro denominierten langfristigen Anleihen ansehe, stelle ich fest, dass die EZB bereits ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit genießt."* (Issing, 1999).

All jene jedoch, die ein steigendes Inflationsrisiko sahen, wiesen vor allem auf die Tatsache hin, dass M3 Ende 1999 und Anfang 2000 über dem Referenzwert von 4,5 % lag. Als deutlich wurde, dass externe Faktoren mehr an Bedeutung gewannen, richtete sich die Aufmerksamkeit zuerst auf den drastischen Anstieg der Ölpreise und weniger auf den Wechselkurs. Erst gegen Ende Januar 2000 wurde ausdrücklich die durch den Wertverlust des Euro gegenüber dem Dollar entstehende Gefahr angesprochen.

Mitte Februar war der Wechselkurs zu einem der wichtigsten Faktoren geworden. Otmar Issing äußerte sich nun folgendermaßen:

*"Der Wertverlust des Euro hat zu Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität beigetragen, und zwar vor allem aus dem Grund, dass die Weltwirtschaft inzwischen ein recht starkes Wachstum aufweist. Die Rohstoffpreise, und nicht nur die Ölpreise, tendieren nach oben...."*

<sup>27</sup> In Artikel 105, Absatz 1.

*In diesem Zusammenhang führt die Schwächung der Währung zu deutlich höheren Importpreisen." (Issing, 2000).*

Der Monatsbericht der EZB vom April schien den Wechselkurs als Hauptfaktor zu betrachten:

*"Der jüngste Anstieg der Inflationsrate im Eurogebiet, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist zum Großteil auf die Auswirkungen der Ölpreis- und Wechselkursentwicklung zurückzuführen."*

Der Monatsbericht April verwies jedoch auch auf die Grenzen der Nutzung externer Faktoren als Inflations-Indikatoren.

*"Für die Geldpolitik sind die Trends maßgeblich, die den Aussichten für Preisstabilität auf mittlere Sicht zu Grunde liegen."*

Aus dieser Sicht bringt die "Kerninflation", die bestimmte unstetige Bereiche wie Energie, verschiedene Lebensmittel und Alkoholika nicht berücksichtigt, genauere Hinweise<sup>28</sup>. Während die Inflationsrate, gemessen am HVPI, im Euro-Währungsbereich im März 2000 über 2 % lag, lag ihre Kernrate weiterhin nur knapp über 1 %. Im Gegensatz dazu führte der Umschwung bei den Rohölpreisen im April dazu, dass die am HVPI gemessene Rate erneut unter dem Referenzwert von 2 % lag, während die Kernrate auf 1,3 % stieg.

Daraus lässt sich zu Recht schließen, dass die Gewichtung des Wechselkurses als einer der "Hauptindikatoren" für die Inflationsentwicklung auf seine Auswirkung auf die mittelfristige Kerninflation zurückzuführen ist (bzw. sein sollte).

## 2.7. Welcher Wechselkurs?

Die Rolle des Wechselkurses als Indikator der allgemeinen monetären Bedingungen in einer Volkswirtschaft (MCI) und als Indikator der zukünftigen Inflationsentwicklung wirft eine wichtige methodische Frage auf: Wie soll der Außenwert einer Währung gemessen werden? Im Fall des Euro lag der Schwerpunkt des öffentlichen Interesses vor allem auf dem Wechselkurs gegenüber dem Dollar und seltener gegenüber dem Yen. Zur Abschätzung der wirtschaftlichen Auswirkungen von Wechselkursschwankungen ist jedoch eine wesentlich breiter gefasste Definition notwendig. Außerdem stellt die OECD fest:

*"Messungen der effektiven Wechselkurse sind erwiesenermaßen empfindlich, was die Auswahl der Länder und das den Berechnungen zu Grunde liegende Gewichtungssystem anbelangt." (Coppel, Durand und Visco, 2000).*

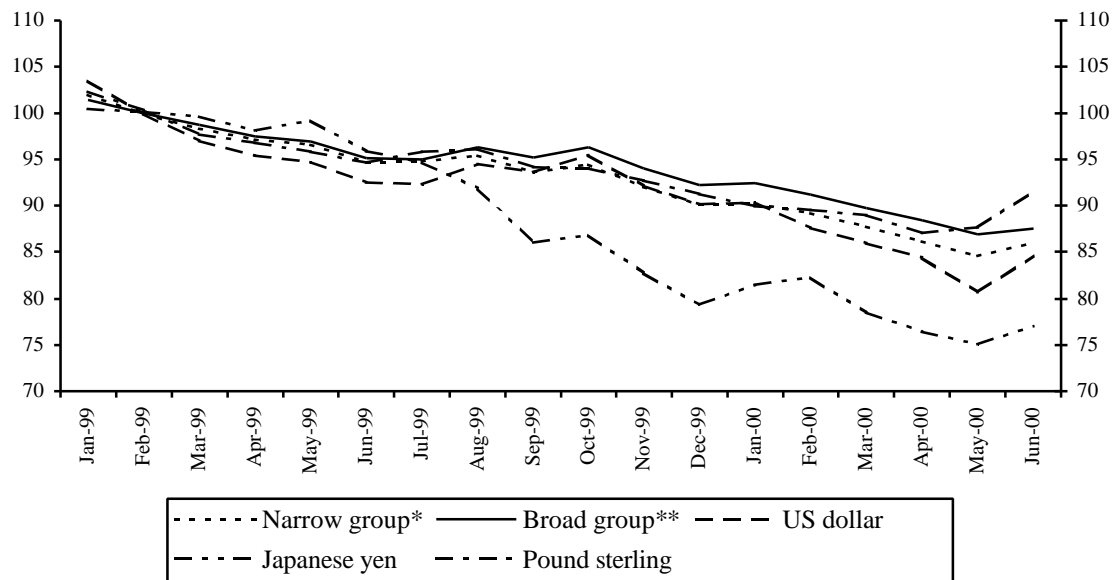
Die meisten allgemeinen Berechnungen des Wechselkurses basieren auf dem Außenwert der betreffenden Währung im Vergleich zu den Währungen der wichtigsten Handelspartner. Die EZB verwendet vor allem zwei Definitionen:

- Einen engen Kreis der 13 wichtigsten Industrieländer und neu industrialisierten Länder, mit denen das Eurogebiet Handelsbeziehungen unterhält, die zusammen rund 62 % des Handels mit Industrieprodukten (Einfuhren und Ausfuhren) ausmachen.
- Eine breit gefasste, basierend auf 39 Handelspartnern, darunter auch Schwellen- und Reformländer. Auf diese entfallen rund 89 % des Handels mit Industrieprodukten.

<sup>28</sup> Für eine umfassende Darstellung des Konzepts der „Kerninflation“ und der Definitionsprobleme vgl. Wynne (1999).

Andere Stellen legen andere Daten zu Grunde: Die Messung der OECD hinsichtlich des Euro basiert auf 30 Ländern, und der IWF nimmt alle Länder, deren Handelsgewicht mehr als 1 % beträgt.

**Diagramm 12: Effektiver Wechselkurs des Euro**  
(monatliche Durchschnittswerte; Index 1999 Q1=100)



\* Berechnungen anhand der gewogenen Durchschnitte der Euro-Wechselkurse. Die Gewichte beruhen auf dem mit den Handelspartnern getätigten Handel mit gewerblichen Erzeugnissen von 1995 bis 1997 und spiegeln auch Drittmarkteffekte wider. Zum engen Kreis gehören die Währungen folgender Länder: Vereinigte Staaten, Japan, Schweiz, Vereinigtes Königreich, Schweden, Dänemark, Griechenland, Norwegen, Kanada, Australien, Hongkong, Korea und Singapur.

\*\* Der breite Länderkreis umfasst die Währungen des engen Länderkreises sowie die Währungen folgender Länder: Algerien, Argentinien, Brasilien, China, Kroatien, Zypern, Tschechische Republik, Estland, Ungarn, Indien, Indonesien, Israel, Malaysia, Mexiko, Marokko, Neuseeland, Philippinen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Südafrika, Taiwan, Thailand und Türkei.

Quelle: EZB

Zur Berechnung des effektiven Wechselkurses ist die Auswahl der Länder genauso wichtig wie deren Gewichtung auf Grundlage der Analyse der Handelsströme. Im Fall des Euro beruhen die von der EZB verwendeten Kurse

*"auf den Handelsströmen mit industriellen Erzeugnissen im Durchschnitt des Dreijahreszeitraums 1995 bis 1997"*<sup>29</sup>.

Dieses Verfahren ähnele dem der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. Die Gewichte berücksichtigen sowohl die Einfuhren als auch die Ausfuhren von industriellen Erzeugnissen, die Exporte werden doppelt gewichtet, "um auch Drittmarkteffekte zu berücksichtigen". Die

<sup>29</sup> "Der nominale und reale effektive Wechselkurs des Euro", in: *Monatsbericht* der EZB, April 2000.

nominalen Außenwerte werden dann berechnet, indem die bilateralen Wechselkurse des Euro, in der Regel Monatsdurchschnitte der täglichen Kassakurse, gegenüber den ausgewählten Ländern mit den Gesamtaußenhandelsgewichten gewogen werden.

Die realen Wechselkurse werden anhand verschiedener Deflatoren berechnet. Im Fall des engen Länderkreises, wo vergleichbare Daten vorliegen, basieren die Wechselkurse auf den Verbraucherpreisen, den Erzeugerpreisen und den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe (LSK/VG), wobei an Alternativen gearbeitet wird. Für den größeren Länderkreis werden nur die Verbraucherpreise herangezogen.

Die von der EZB angestellten Berechnungen der Euro-Wechselkursentwicklung und, vor 1999, des "theoretischen" Euro, zeigen, dass vieles von der eingesetzten Methodik abhängt. Zwischen 1993 und 1998 *stieg* der nominale Wechselkurs des Euro gegenüber dem breiten Kreis der Handelspartner um 38 %. Im gleichen Zeitraum *fiel* er jedoch um 5 % gegenüber dem engen Länderkreis. Auf Grundlage des VPI und inflationsbereinigt war die Diskrepanz um einiges geringer.

Seit seiner Einführung 1999 ist der Euro in allen Indizes gefallen, dies jedoch drastischer, wenn die enge nominale Definition zu Grunde gelegt wird. Die Ursachen hierfür liegen natürlich in der Bedeutung des Dollar und des Pfund im eng abgegrenzten Index und außerdem der in Tatsache, dass die Währungen der Länder im weit gefassten Index an Wert eingebüßt haben.

Die EZB bemerkt, dass der vorrangige Zweck ihrer realen effektiven Wechselkursindikatoren in erster Linie ist, die Veränderungen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsbereiches zu messen, und dass sie

*"unter Umständen weniger geeignet [sind], die Auswirkungen von Wechselkursänderungen auf die Inflation im Euroraum infolge gesteigerter Importpreise abzuschätzen".*

Reale Wechselkursindikatoren auf Basis von Importpreisen und entsprechenden Gewichtungen werden "erwogen".

Der tatsächliche Außenwert des Euro, d.h. sein Wechselkurs, hängt daher stark davon ab, gegenüber welchem Wert er gemessen wird. Der Fall des Euro im Jahr 1999 betrug, gemessen als tatsächlicher Kurs gegenüber Handelspartnern (OECD-Definition), nur ungefähr 7 %, jedoch das Doppelte gegenüber dem Dollar und das Dreifache gegenüber dem Yen (vgl. Tabelle 5).

**Tabelle 5: Fall des Euro-Wechselkurses 1999 in Prozent**

Zum \$	Zum ¥	Zum £	Nominalkurs (OECD-Definition)	Tatsächlicher Kurs (OECD-Definition)
- 14,2	-22,4	-11,9	-9,6	-7,0*

Quelle: OECD

\* bis Oktober 1999

Welcher dieser Wechselkurse eignet sich am besten im Zusammenhang mit der Geldpolitik? Der Kurs, der an den gewichteten Indizes der Währungen der Handelspartner gemessen wird, würde wohl mehr Aufschluss über den externen inflationären oder deflationären Druck geben. Daher ist es unverständlich, dass die EZB noch über keinen eigenen Wechselkursindikator verfügt, der dessen Auswirkungen abschätzt.

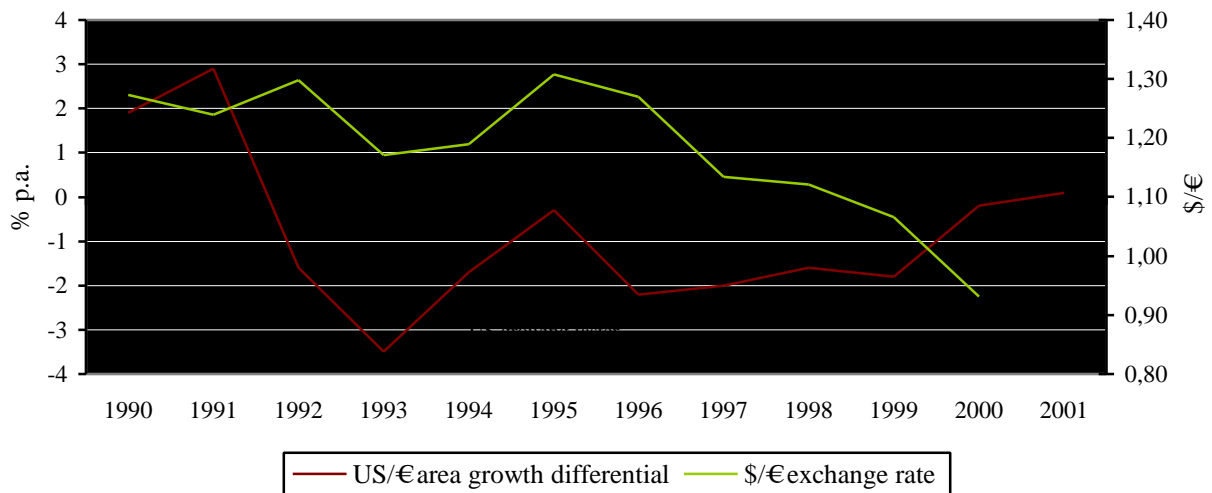
Wie bereits erwähnt, ist der Handel nur ein Teil des Ganzen. Der Dollarkurs erhält durch die Rolle des Dollar auf den internationalen Finanzmärkten und aufgrund der Tatsache, dass der Rohölpreis in Dollar angegeben ist, eine noch größere Bedeutung. Erst der Fall des Euro unter 0,90 \$ im Mai 2000 war Anlass für die Entschlossenheit auf Seiten der EZB und der Politiker des Eurogebiets, die Währung in den folgenden Wochen "hochzureden".

## 2.8. Wechselkurs und Wachstum

Zwar wurde von Zeit zu Zeit ein "überbewerteter" Wechselkurs zur Bekämpfung der Inflation eingesetzt (s.o. Abschnitt 2.4), jedoch war historisch gesehen eher das Gegenteil der Fall, d.h. ein "unterbewerteter" Wechselkurs sollte dem Wirtschaftswachstum Impulse geben.

Es wurde z.B. mehrfach nachgewiesen, dass das VK nach dem Ausscheiden des Pfund Sterling aus dem Wechselkursmechanismus 1992 eine solche Politik verfolgte, wobei der Wertverlust des Pfund auf einen "unterbewerteten" Kurs von 2,20 DM jedoch zu einem großen Teil auf das "Überschießen" der Finanzmärkte zurückzuführen war. Die Währungsbehörden hatten dabei die nebensächliche Aufgabe, die Zinsen aus innenpolitischen Gründen zu senken.

**Diagramm 13: Wirtschaftswachstum in % im Eurogebiet und den USA und €/\$\$-Wechselkurs 1990-2000**



Quelle: Eurostat

Ähnliche Forderungen wurden bereits im Zusammenhang mit dem Wertverlust des Euro nach seiner Einführung im Jahr 1999 erhoben. Da er bei weitem kein unerwartetes Missgeschick war, so lässt sich argumentieren, war der Fall der Wechselkursparität des Euro gegenüber dem Dollar bewusste Politik mit dem Ziel, die Wettbewerbsfähigkeit insbesondere der deutschen Industrie zu verbessern. Da der inflationäre Druck unerheblich war, konnte die EZB diese Strategie unterstützen, indem sie Anfang 1999 die Zinsen senkte; im ersten Quartal 2000 lagen die Exportzahlen für den Euro-Währungsbereich und Deutschland 20 % höher als 1999. Oskar Lafontaine hat zwar seinen Job verloren, den Streit aber für sich entschieden!

Ungeachtet dessen, ob solche Erklärungen plausibel sind oder nicht, ist nachgewiesen, dass eine Verbindung zwischen der Wechselkursentwicklung und Veränderungen der komparativen Wachstumsraten besteht (vgl. Diagramm 13). Der theoretische Euro erreichte 1985, als die Wachstumsraten des Euro-Währungsgebietes und der USA nicht besonders weit auseinander lagen (2,3 bzw. 2,7 %), seinen Höchststand von über 1,30 \$. In den Folgejahren wichen die Wachstumsraten stark voneinander ab: Der Euro-Währungsgebiet verzeichnete 1996 nur noch 1,4 %, während die USA 1996 einen Anstieg auf 3,6 % und sogar 4,3 % im darauffolgenden Jahr erlebten. Zu diesem Zeitpunkt begann der €/ \$-Wechselkurs seinen stetigen Sinkflug, der nur von der kurzzeitigen "Europhorie" im Jahr 1998 unterbrochen wurde.

Diese einfache Korrelation funktionierte jedoch nicht mehr, nachdem der eigentliche Euro eingeführt worden war. Die deutliche Erholung des Euro-Währungsgebietes während dieser Phase hätte im Zusammenspiel mit dem leicht rückläufigen Wachstum in den USA auch zu einer Erholung des Euro führen müssen, was die EZB, die Kommission und die EU-Finanzminister auch ständig betonten. Stattdessen blieb der Euro, selbst nach Prognosen, wonach die Wachstumsrate des Eurogebiets 2001 etwas höher als in den USA ausfallen dürfte (3,1 % gegenüber 3 %) hartnäckig unter 1 \$.

Diese Erfahrung legt scheinbar nahe, dass ein rückläufiger Wechselkurs das Wirtschaftswachstum ankurbeln kann, ein steigendes komparatives Wirtschaftswachstum jedoch nicht unbedingt den Wechselkurs in die Höhe treibt.

Ist der Einsatz der Währungsabwertung zur Ankurbelung des wirtschaftlichen Wachstums berechtigt? Eine solche Politik kann sich dann als erfolgreich erweisen, wenn sie weder Gegenmaßnahmen noch geldpolitische Folgen (z.B. Inflation und steigende Zinsen) im Inland nach sich zieht.

Ob es zu Gegenmaßnahmen kommt, hängt zum großen Teil davon ab, ob ein wirtschaftlicher Impuls allgemeiner Art oder für einen bestimmten Bereich der Wirtschaft verlangt wird. In Zeiten der weltweit rückläufigen Wirtschaftstätigkeit wie insbesondere in den Dreißigerjahren kann der verbreitete Einsatz des Wechselkurses in dieser Art zu einem Kreislauf der "kompetitiven Abwertung" führen, bei dem jede Volkswirtschaft zumindest zeitweise versucht, ihre Arbeitslosigkeit zu exportieren. Im Gegensatz dazu können Anpassungen des Wechselkurses als legitimes wirtschaftliches Instrument gelten, wenn die Auswirkungen bestimmter Ereignisse sich auf verschiedene Wirtschaftsbereiche in asymmetrischer Weise ausgewirkt haben.

Wie in der Einführung zu der vorliegenden Studie bereits erwähnt, liegen die wichtigsten Argumente gegen eine Währungsabwertung als Stimulierung des Wachstums in ihren Auswirkungen auf die Innenpolitik. "Eine Abwertung bringt nichts", da der Wettbewerbsvorteil aufgrund einer Abwertung umgehend von der Inflation wettgemacht wird. Sie führt zu steigenden Zinsen, einer restriktiveren Geld- und Steuerpolitik und schließlich zu weniger Wachstum und mehr Arbeitslosigkeit. Die Abwertungen des Pfund Sterling in den 50er-, 60er- und 70er-Jahren waren in gewisser Weise die Ursache für die so genannte "Stop-and-go-Wirtschaft".

Wenn große Kapazitätsreserven bestehen und kaum weiterer inflationärer Druck herrscht, hat eine Abwertung der Währung jedoch nicht unbedingt solche Auswirkungen. Dies war der Fall beim Pfund in den frühen Neunzigerjahren und beim Euro 1999.



Daher lässt sich sagen, dass der Wechselkurs einer Währung gegenüber den Handelspartnern und unter Beachtung der internen Währungsstabilität stets auf das kleinstmögliche Niveau ausgerichtet werden sollte. Sofern Gegenmaßnahmen vermieden werden können, sollte die daraus resultierende Verbesserung der Wachstumsrate sich außerdem positiv auf die Durchführung der Währungspolitik auswirken: Die Arbeitslosigkeit geht zurück, die Steuereinnahmen steigen, die Haushaltssituation verbessert sich und niedrigere Zinsen werden möglich, sodass das wirtschaftliche Wachstum weiter gefördert wird.

## 2.9. Ist eine Wechselkurssteuerung überhaupt notwendig?

Die Diskussion dieser Frage führt zu der wichtigen Frage, ob für den Euro ein Wechselkursziel notwendig ist.

Wie bereits erwähnt, prüfte das Europäische Währungsinstitut die Wechselkurssteuerung, verwarf sie jedoch wieder (obwohl eine solche Steuerung natürlich integrierender Bestandteil der Vorbereitungen auf die "unwiderrufliche Festschreibung der Wechselkurse" Anfang 1999 war). Die EZB verfolgte anschließend offenbar eine "Benign-Neglect-Politik", bzw. war zu dieser Politik gezwungen.

Befürworter eines Wechselkursziels verweisen auf die beiden wichtigsten Vorteile.

- Eine Vereinbarung, die \$/€-Wechselkursparität innerhalb eines "Zielbereiches" zu halten, z.B. von  $\pm 2$  Cent um die 1:1 Parität, wie kürzlich von Prof. Robert Mundell (2000) vorgeschlagen, würde zum Rückgang der Volatilität und zu besseren Bedingungen für Handel und Investitionen führen. Die Realwirtschaft wäre kurzfristigen Schwankungen auf den Finanzmärkten nicht mehr hilflos ausgeliefert.
- Würden die Zielbereiche auf einem Niveau gehalten, das die wirtschaftlichen Fundamentaldaten widerspiegelt, d.h. auf einem bestimmten "ausgewogenen" Kurs, würden langfristige Fehlanpassungen sowie die daraus resultierenden Verzerrungen der nationalen Wirtschafts- und Währungspolitik vermieden.

Die Wechselkurssteuerung trifft jedoch auf zwei verschiedene Probleme.

Zunächst stellt sich das Problem der **Festlegung des Zielkurses oder der Zielspannen**. Im letzten Abschnitt ging es bereits um die Frage, was einen ausgewogenen Wechselkurs ausmacht. Wie die OECD bemerkte, gibt es keine allgemein anerkannte Methode zu ihrer Berechnung. Weit wichtiger ist jedoch die nahe liegende Tatsache, dass jeder Wechselkurs, ungeachtet dessen, wie berechtigt er nach der Wirtschaftslehre ist, äußerst schwierig zu halten sein wird, wenn die Märkte nicht mitmachen.

Dazu muss man sich nur den Euro ansehen: Zum Zeitpunkt seiner Einführung wurde sein "richtiger" Wechselkurs allgemein zwischen 1,15 und 1,30 \$, nach verschiedenen Berechnungen sogar bei 1,40 \$ angesiedelt (vgl. Abschnitt 1.5.4). Anfang 2000 wurden von Ökonomen und Beobachtern verschiedene nachhaltige Umrechnungskurse im Bereich der 1:1-Parität ins Gespräch gebracht (vgl. Mundell, 2000).

Ein Versuch, den Euro 1999 und Anfang 2000 innerhalb einer Spanne zwischen 1,15 und 1,30 \$ zu halten, hätte mit Sicherheit die Aufmerksamkeit auf das zweite Problem gelenkt: **Wie lässt sich das gewählte Ziel angesichts der Marktkräfte erhalten?** Die schädlichsten möglichen Folgen für die Durchführung der Währungspolitik wurden von der OECD aufgelistet (Coppel, Durand und Visco, 2000, S.11). Den Euro innerhalb von bestimmten Spannen zu halten

- "...könnte große Schwankungen der Zinssätze erfordern, die tatsächlich einen Teil der Volatilität vom Devisen- auf den Geld- und Anleihemarkt verlagern würden."
- Solche Zinsschwankungen "lassen sich nicht unbedingt mit der Preisstabilität vereinbaren, daher besteht eine Gefahr für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik, was zur Erhöhung der Risikoprämien und zum teilweisen Wegfall der durch die Währungsunion entstandenen Vorteile führen würde."

Die Beibehaltung eines Wechselkursziels hätte darüber hinaus die mangelnde Klarheit und das Konfliktpotenzial der im Unionsvertrag festgeschriebenen Bestimmungen verdeutlicht. Für jede Wechselkursvereinbarung wäre in erster Linie der ECOFIN zuständig gewesen. Rechtlich gesehen hätte die EZB jedoch eine solche Vereinbarung nicht z.B. durch die Erhöhung oder Senkung der Zinsen unterstützen müssen, da sie mit ihrer vorrangigen Aufgabe der Erhaltung der inneren Preisstabilität kollidiert. Die OECD äußerte sich dazu in einem anderen Papier:

*"...durch das Fehlen eines Wechselkursziels wurde im ersten Halbjahr 1999 ein äußerst unerfreulicher Prioritätenkonflikt vermieden."* (OECD, 2000).

## 2.10. Intervention

Wäre es dennoch nicht möglich gewesen - oder weiterhin möglich -, den €/ \$-Wechselkurs durch Interventionen auf den Devisenmärkten innerhalb im voraus festgelegter Spannen zu halten? Als Ende Mai 2000 Gerüchte über eine mögliche Stützung des Euro durch die Zentralbanken aufkamen, bemerkte Bundesbankpräsident Ernst Welteke, dass *"Intervention zum Instrumentarium der Zentralbanken gehört"*.

Das erste Hauptargument gegen die Intervention ist, dass die Zentralbanken einfach nicht die Mittel besitzen, um auf den Devisenmärkten zu agieren. Wie es z.B. 1992 beim Pfund der Fall war, lässt die Mobilisierung von Gold- und Währungsreserven und Kreditfazilitäten zur Stützung einer als überbewertet angesehenen Währung den Spekulanten nur eine Entscheidungsmöglichkeit. Die Reserven, die dem EZB zur Verfügung stehen, sind jedoch beträchtlich und deutlich größer als i.A. angesichts der Gefährdung des Euro-Währungsbereiches durch den Außenhandel vorgesehen wäre.

Anfang Dezember 1999 hielt das System Gold- und Devisenreserven in Höhe von insgesamt 330 Milliarden €, von denen rund 40 Milliarden zu Beginn der dritten Stufe der WWU an die EZB transferiert wurden. Zum Vergleich: Die USA hielten nur rund 110 Milliarden \$. Hinsichtlich der Deckung der Einfuhrkosten verfügte der Euro-Währungsbereich über Gold- und Devisenreserven (zu denen die IWF-Fazilitäten addiert werden können) für über 5 Monate, die USA hingegen nur für 1,3 Monate.

Die Währungsunion veränderte die Risiko-/Reserveposition der Länder des Euro-Währungsbereiches drastisch. Die Verpflichtung, Reserven für den Fall obligatorischer Interventionen innerhalb des Wechselkursmechanismus zu halten, ist zum Großteil weggefallen. Gleichzeitig handelte es sich bei dem Handel zwischen diesen Ländern plötzlich nicht mehr um "Außen-" sondern um "Binnenhandel", sodass der Anteil des "Außenhandels" am BIP um die Hälfte zurückging. Demgegenüber zählte nur der geringe Anteil an ihren Reserven, der bisher in der Währung eines anderen Landes gehalten wurde, vor allem D-Mark oder ECU, nun nicht mehr als Devisenreserve.

Ausgehend von einem vorsichtigen Stand der Reserven zur Deckung der Einfuhren aus Drittländern für einen oder zwei Monate kann man davon ausgehen, dass der Stand der Reserven des Euro-Währungsbereiches bei ungefähr 100-150 Milliarden \$ liegt. Bei einer noch größeren Vorsicht verfügt das System über die entsprechenden Reserven für Interventionen.

*"Die Angaben über den Reservenüberschuss reichen von 100 Mrd. \$ bis 240 Mrd. \$. Aus allen Studien geht jedoch ein deutlicher Überschuss hervor."* (Deutsche Bank Research, 2000a).

Außerdem kann sogar eine begrenzte Intervention erfolgreich sein, sofern der Zeitpunkt stimmt, d.h. wenn sie dann erfolgt, wenn der Druck auf einer Wechselkursparität seitens des Marktes nicht zu stark ist. In solchen Fällen bedarf es nur geringfügiger Käufe oder Verkäufe oder lediglich der bloßen Ankündigung einer bevorstehenden Intervention, um den Wechselkurs in die gewünschte Richtung zu bewegen.

Fest steht jedoch, dass die Erfolgchancen einer Intervention nicht vergleichbar. Einer Zentralbank stehen zur Stützung ihrer Währung nur begrenzte Mittel zur Verfügung: Das Gold und die konvertierbaren Währungen in ihren Reserven sowie gegebenenfalls IWF- oder andere Kreditfazilitäten. Im Gegensatz dazu besitzt eine Zentralbank, die eine andere Währung stützen oder ihre eigene abwerten möchte, theoretisch unbegrenzte Mittel, denn sie kann eigenes Geld drucken.

Gleichgültig, wie stark die Marktkräfte sind, sie können die Abwertung einer Währung nicht erzwingen, solange diese den unbegrenzten Aval seitens einer oder mehrere Zentralbanken genießt. Obwohl die Geldschaffung zur Intervention auf den Devisenmärkten die geldpolitische Haltung der intervenierenden Zentralbank durcheinander bringen kann, kann eine solche Intervention "sterilisiert" werden, sodass die Binnenliquidität nicht erhöht wird.

Das zweite Hauptargument gegen die Intervention seitens einer beliebigen Zentralbank ist daher, dass ihr Erfolg ungewiss ist, solange sie nicht von anderen Zentralbanken unterstützt wird. Was den Euro anbelangt, würde die EZB die Unterstützung der amerikanischen Federal Reserve Bank benötigen. Die "Benign-Neglect-Politik" beiderseits des Atlantik müsste dann von einer wie auch immer gearteten Vereinbarung über den "richtigen" \$/€Wechselkurs oder dessen Bandbreite abgelöst werden.

Wie ein gemeinsames bipolares (\$/€) oder tripolares (\$/€¥) System funktionieren könnte, wurde von Professor Bofinger (2000) von der Universität Würzburg in einer maßgeblichen Studie für das Europäische Parlament beschrieben. Die beiden Hauptprobleme wären:

- Die Festlegung des/der Wechselkursziel(e), die in der vorliegenden Studie bereits an früherer Stelle untersucht wurde, und
- die Überwindung der Schwierigkeiten, die auf europäischer Seite aus dem Wortlaut des Unionsvertrags entstanden sind.

## **2.11. Institutionelle Probleme**

Angenommen, eine Wechselkurspolitik für den Euro-Währungsbereich gelte als wünschenswert. Wie würde sie dann verwirklicht? Das erste Problem wäre die Verabschiedung der notwendigen Beschlüsse.

Der entsprechende Artikel des Unionsvertrags ist 111 (vormals 109). Er besagt folgendes:

*"Abweichend von Artikel 300<sup>30</sup> kann der Rat einstimmig auf Empfehlung der EZB oder der Kommission und nach Anhörung der EZB in dem Bemühen, zu einem mit dem Ziel der Preisstabilität im Einklang stehenden Konsens zu gelangen, nach Anhörung des Europäischen Parlaments förmliche Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für die ECU gegenüber Drittlandswährungen treffen."*

Besteht gegenüber einer oder mehreren Drittlandswährungen kein Wechselkurssystem, so kann der Rat mit qualifizierter Mehrheit nach Anhörung der EZB, aber ohne einen Konsens anstreben zu wollen

*"allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik gegenüber diesen Währungen aufstellen".*

Unter dem gleichen Verfahren wie bei den allgemeinen Orientierungen beschließt der Rat,

*"wenn von der Gemeinschaft mit einem oder mehreren Staaten oder internationalen Organisationen Vereinbarungen im Zusammenhang mit Währungsfragen oder Devisenregelungen auszuhandeln sind, ... die Modalitäten für die Aushandlung und den Abschluss solcher Vereinbarungen.... Die nach diesem Absatz getroffenen Vereinbarungen sind für die Organe der Gemeinschaft, die EZB und die Mitgliedstaaten verbindlich."*

Diese Bestimmungen werfen mindestens zwei wichtige Fragen auf.

- a) **Die Verfahren im Rat.** Eine "allgemeine Orientierung" für die Wechselkurspolitik oder eine "Vereinbarung im Zusammenhang mit Währungsfragen oder Devisenregelungen" lässt sich auch ohne die Unterstützung aller Staaten des Euro-Währungsbereiches erreichen. Jeder Mitgliedstaat besitzt jedoch ein effektives Vetorecht gegenüber dem Abschluss einer "förmlichen Vereinbarung über ein Wechselkurssystem". Vieles könnte von der genauen Beschaffenheit einer Wechselkurspolitik abhängen, z.B. eines Zielkurses für den €/\$-Wechselkurs.
- b) **Die Beziehungen zur EZB.** Die Bestimmungen des Artikels enthalten das Potenzial für mögliche Konflikte zwischen dem Rat und der EZB. Im Fall von "Orientierungen" und "Vereinbarungen" bestünde formal keine Verpflichtung zur Konsensfindung, allerdings wäre die Vereinbarung im zweiten Fall für die EZB verbindlich. Wichtiger ist noch, dass keine Bestimmung für den Fall besteht, dass selbst nach Konsultationen zwischen Rat und EZB keine Einigung erzielt wird. Sowohl nach ihrem Statut als auch nach Artikel 105 des Unionsvertrags wäre die EZB wohl gesetzlich verpflichtet, Einspruch gegen eine jede Vereinbarung zu erheben, in der sie eine Gefahr für die Preisstabilität sieht. Andererseits könnte der Rat sich über die EZB hinwegsetzen.

Im Fall der Anfechtung einer Vereinbarung über ein förmliches Wechselkurssystem würde in der Praxis wahrscheinlich mindestens ein Mitgliedstaat die EZB unterstützen, indem er die Abstimmung blockiert. Außerdem würde sich wahrscheinlich noch nicht einmal eine einfache Mehrheit gegen den entschlossenen Widerstand der EZB finden.

Angenommen, dass eine Entscheidung möglich ist, würden im Verlauf ihrer Umsetzung wohl die gleichen Probleme auftreten.

---

<sup>30</sup> Dieser Artikel betrifft das übliche Verfahren für "Abkommen mit dritten Staaten oder Organisationen".

Die EZB könnte z.B. in die in Abschnitt 2.4. beschriebene Situation kommen: Die notwendige Höhe der Zinssätze zur Stützung der vereinbarten Parität des Euro würde nicht der entsprechen, die für die Erhaltung der inneren Preisstabilität erforderlich ist. In diesem Fall hätte die EZB keine andere Wahl, als sich für die zuletzt genannte Möglichkeit zu entscheiden und so eine juristische und institutionelle Krise auslösen. Das gleiche könnte sich im Zusammenhang mit Artikel 105(2) ereignen, nach dem eine der grundlegenden Aufgaben der EZB ist,

*"Devisengeschäfte im Einklang mit Artikel 111 durchzuführen."*

Erste Anzeichen für eine solche Situation haben sich bereits gezeigt. Die OECD bemerkte zwar zu Recht, dass durch das Fehlen eines Wechselkursziels 1999 ein "äußerst unerfreulicher Konflikt" vermieden wurde, doch führte der fallende Euro-Wechselkurs Ende 1999 und Anfang 2000 zu öffentlichem und politischen Druck auf die EZB, "etwas zu unternehmen". Obschon sie ihren gesetzlichen Auftrag der Erhaltung der Preisstabilität genauestens erfüllte, stand ihre Glaubwürdigkeit unter Beschuss und litt darunter.

Wenn das internationale Währungssystem sich, wie in weiten Kreisen empfohlen und vorausgesagt wird, zu einer tripolaren Wechselkursstruktur samt vereinbarten Kursen oder Bandbreiten für \$, € und ¥ entwickelt, müssen die genannten institutionellen und juristischen Angelegenheiten geklärt werden. Auf internationaler Ebene hat die Schaffung des Euro die Situation eher verkompliziert als vereinfacht, wie die Streitigkeiten über die Vertretung Europas in IWF und G7 Ende 1998 gezeigt haben.

Außerhalb des Euro-Währungsbereiches und insbesondere in den Vereinigten Staaten ist man sich einig, dass die Antwort auf die berühmte Frage Henry Kissingers ("Wie ist die Telefonnummer von Europa?") immer noch nicht beantwortet ist.

Hier bestehen mehrere Möglichkeiten.

**Die EZB.** Wenn die Zentralbank die volle Verantwortung für den Wechselkurs des Euro übernehmen sollte, müssten die nationalen Regierungen sich bei der Auslegung von Artikel 111 des Unionsvertrags selbst verleugnen. Sie würden nur auf Vorschlag der EZB handeln und der EZB damit ein Vetorecht zu allen Vereinbarungen einräumen. Der größte Vorteil läge in der völligen Kohärenz bei der Durchführung der Währungspolitik, während diese Lösung gleichzeitig wohl die schlechteste ist, was die öffentliche Meinung über die noch wichtigere Rolle der "nicht gewählten Bankiers" anbelangt. Ebenso wenig würden institutionelle Veränderungen Konflikte zwischen den Zielsetzungen bei der Preisstabilität und dem Wechselkurs völlig ausschließen.

**ECOFIN und die Euro-Gruppe.** Für die Schwäche des Euro auf den Devisenmärkten im Jahr 1999 und Anfang 2000 wurden u.a. deutliche Unstimmigkeiten zwischen den nationalen Finanzministern untereinander und zwischen nationalen Finanzministern und Mitgliedern des Zentralbankrats verantwortlich gemacht. Aus diesem Grund wurden wie z.B. Mitte 2000 durch die neue französische Ratspräsidentschaft bereits mehrere Initiativen gestartet, um den Ministern die Möglichkeit zu geben, verbindlichere und kohärentere Stellungnahmen zur Wirtschaftspolitik und insbesondere zum Euro zu äußern. Theoretisch würde man dann unter "Europas Telefonnummer" die EU-Präsidentschaft erreichen. Die Tatsache, dass zurzeit nicht alle EU-Mitgliedstaaten zum Euro-Währungsbereich gehören, der daraus folgende inoffizielle Status der Euro-11, die demnächst zu Euro-12 werden und nun offiziell "Euro-Gruppe" heißt, und die

Möglichkeit, dass ECOFIN und Euro-Gruppe nicht die gleiche Präsidenschaft haben, sind allesamt Faktoren, die für zusätzliche Komplikationen sorgen.

**Der Wirtschafts- und Finanzausschuss.** Durch den Vertrag von Maastricht wurde der frühere Währungsausschuss durch einen Wirtschafts- und Finanzausschuss ersetzt. In ihm sind sowohl nationale Finanzministerien als auch Zentralbanken vertreten, sodass man davon ausgehen könnte, dass er das ideale Organ darstellt, um eine kohärente und verbindliche Stellungnahme zum Euro abzugeben, indem er insbesondere den Devisenmärkten eine "Orientierung" gibt. Allerdings wurde dieses Organ nicht gewählt, es besteht aus Beamten und Bankiers und ist außerhalb der Fachkreise praktisch unbekannt. Die Politik würde demnach unter Ausschluss der Öffentlichkeit stattfinden.

**Die Kommission.** Dieses Organ ist aufgrund seiner Probleme in der jüngeren Vergangenheit die am wenigsten wahrscheinliche Lösung. Die Beschlüsse des Europäischen Rates von Wien am 11. und 12. Dezember 1998 über die Vertretung in G7 und IWF beschieden die Kommission nur mit "Beratungs-" oder "Unterstützungsaufgaben", und die Einwände seitens der USA führten in der Praxis dazu, dass der Vertreter der Kommission von bestimmten Sitzungen ganz ausgeschlossen wurde.

## Schlussfolgerungen

Die einheitliche Währung war eine logische Folge des gemeinsamen Marktes. Der Abbau von Zöllen und technischen Hindernissen verstärkte den Handel zwischen den Mitgliedstaaten und machte gleichzeitig deutlich, dass weiterhin Hindernisse bestehen, die vor allem im Zusammenhang mit der Verwendung vierzehn verschiedener Währungen stehen. Die EU begann mit der Verwirklichung der Bedingungen für einen "optimalen Währungsraum"<sup>31</sup>.

Darüber hinaus setzte der Abbau der Hindernisse für den freien Kapitalverkehr innerhalb der EU die nationalen Währungs- und Wechselkurspolitiken neuen Kräften aus, denen "unausgegorene"<sup>32</sup> Lösungen nicht standhalten konnten. Die Untersuchung dieses Problems durch den Delors-Bericht machte den Weg frei zum Vertrag von Maastricht, zur Wirtschafts- und Währungsunion und zum Euro.

Die einheitliche Währungspolitik setzte, zumindest, was die beteiligten Länder betrifft, allen Schwierigkeiten ein Ende. Für die Bereiche, in denen *interne* Probleme hinsichtlich der Devisen bestehen, wie z.B. die Kosten für Auslandsüberweisungen<sup>33</sup>, wird die Einführung von in Euro denominierten Banknoten und Münzen Anfang 2002 wohl von grundlegender Bedeutung sein.

Die wichtige Frage, ob die Schaffung der einheitlichen Währung das Eurogebiet so weit vom externen währungspolitischen Umfeld abgeschottet hat, dass der Euro-Wechselkurs gegenüber anderen Währungen nur von marginaler Bedeutung ist, ist jedoch weiterhin offen. Dies war mit Sicherheit ein Ziel der Wirtschafts- und Währungsunion. Darüber hinaus hat sich der Anteil des "Außenhandels" am BIP der teilnehmenden Länder, der vor der WWU noch bei rund 30 % lag, halbiert und liegt nun auf einem Niveau, das ungefähr den Zahlen der Vereinigten Staaten entspricht. Daher ging man Anfang 1999 vielfach davon aus, dass der Euro-Währungsbereich dem Beispiel der USA folgen und hinsichtlich des Außenwerts des Euro eine "Benign-Neglect-Politik" einschlagen würde.

Diese Vermutung geriet durch die in der Einführung zu dieser Studie beschriebenen Ereignisse durcheinander. Daran waren verschiedene Faktoren beteiligt:

- Ökonomische Modelle, die nur auf den Handelsströmen aufbauten, erwiesen sich als unzureichend. Weder die geringe Gefährdung des Euro-Währungsbereiches durch den Außenhandel, noch die Tatsache, dass er einen Handelsüberschuss, die USA hingegen ein hohes Defizit verzeichnen, konnten die deutliche Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar verhindern. Es stellte sich heraus, dass der Kapitalverkehr ein signifikanter Faktor ist, und zwar vor allem aus dem Grund, dass internationale Anleger im Euro-Währungsbereich Kredite zu niedrigen Zinsen aufnehmen konnten, um sie in der schneller wachsenden US-Wirtschaft zu investieren. Darüber hinaus sind die internationalen Kapitalströme an sich schon komplex: "Heißes Geld" folgt hohen kurzfristigen Zinsen, Rentenhändler wägen Renditegefälle gegenüber Wechselkursrisiken ab, und mittel- und

<sup>31</sup> Für eine vollständige Erörterung dieses Themas, vgl. Europäisches Parlament (1998).

<sup>32</sup> Wie Professor Alan Walters, der einstmalige wirtschaftspolitische Berater der britischen Premierministerin Margaret Thatcher, das Europäische Währungssystem (EWS) bezeichnete.

<sup>33</sup> vgl. die anstehende Studie des Europäischen Parlaments (2000c).

langfristige Anlageinvestitionen, Direktinvestitionen durch neue Projekte oder Übernahmen erfolgen alle aus unterschiedlichen Beweggründen.

- Der Fall des *Außenwertes* des Euro wurde als Beeinflussung seines *Binnenwertes* angesehen. Auch wenn die Übertragungsmechanismen nicht ganz klar sind, erkannte die Europäische Zentralbank eine Gefährdung der Preisstabilität.
- Diese Entwicklungen haben die Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsbereich schwieriger gemacht. Die EZB blieb fest dabei, dass die kurzfristigen Zinsen allein im Hinblick auf die Gefahren für die zukünftige Preisstabilität festgelegt wurden, während Kommentatoren und Märkte eher die Auswirkung der Zinsentwicklung auf den Wechselkurs berücksichtigten. Die Differenz zwischen Euro und Dollar im Bereich der kurzfristigen Zinssätze wurde als Ursache für den Fall des Euro gegenüber dem Dollar angesehen, und die Abwertung des Euro wurde von der öffentlichen Meinung als "Versagen" ausgelegt.
- Hinzu kommt, dass das einfache Beziehungsmodell zwischen Zinsen und Wechselkurs sich als irreführend erwies. Die Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar wurde in großem Maße nicht dem *Zinsgefälle*, sondern dem *Wachstumsgefälle* zugeschrieben (wobei die Nivellierung des Gefälles in den Jahren 1999 und 2000 nicht mit einem Fall, sondern einem Anstieg der Wechselkursparität des Euro einherging). Daher wurde jeglicher Effekt einer Zinserhöhung seitens der EZB auf die Parität von Befürchtungen zunichte gemacht, dass sie den Ausgleich des Wachstumsgefälles verzögern könnte.

Bedeutet dies, dass die "vorläufige" "Neglect"-Politik der EZB<sup>34</sup> gegenüber dem Außenwert des Euro inzwischen ihren Sinn verloren hat? Benötigt der Euro-Währungsbereich vielleicht nun eine Wechselkurssteuerung oder zumindest -politik?

Der Ausarbeitung und Umsetzung eines Wechselkursziels stehen vor allem zwei Probleme im Weg.

1. Wenn ein Ziel festgelegt wird, was ist dann der "richtige", ausgewogene Euro-Wechselkurs?
2. Wenn ein Ziel oder eine Bandbreite vereinbart wird, wie soll diese(s) dann erreicht und aufrecht erhalten werden?

## Ziele

Wirtschaftstheoretiker haben sich ausgiebig mit dem Problem der Festlegung eines "realen" Wechselkurses und der Bestimmung der Faktoren, die zu Schwankungen dieser Kurse führen, auseinandergesetzt. Beginnend mit der Kaufkraftparität, d.h. der simplen Aussage, dass, freien Handel und frei schwankende Wechselkurse vorausgesetzt, die tatsächlichen Wechselkurse weltweit durch Arbitrage ausgeglichen werden, wurden verschiedene Modelle konstruiert, die alternative Wechselkurse bestimmen und erklären sollen, warum diese Kurse von den nach der KKP errechneten abweichen. Sie weisen jedoch alle einen entscheidenden Nachteil auf: Was die Prognose der nominalen Markt-Wechselkurse anbelangt, haben sie, abgesehen von zeitlich begrenzten Prognosen, einen schlechten Ruf. Daher ist es durchaus möglich, dass ein Ziel für den nominalen €/ \$-Wechselkurs, das entsprechend einer bestimmten Definition des

---

<sup>34</sup> vgl. Einführung, S.13.



tatsächlichen, ausgewogenen oder "korrekten" Kurses festgelegt wurde, sich in der Praxis angesichts der Marktkräfte als nicht dauerhaft erweist.

Die Alternative zur Bestimmung des objektiv "realen" Wechselkurses wäre natürlich, einen wohl dauerhaften Nominalkurs zu wählen und zu erklären, dass er auf jeden Fall von den Währungshütern gestützt wird. Die Kräfte des Marktes werden dann für eine Annäherung an diesen Kurs sorgen. Dies war im Wesentlichen der Mechanismus, der verwendet wurde, um zu gewährleisten, dass bei der Euro-Einführung Anfang 1999 die Umrechnungskurse für die einzelnen Währungen zu Grunde lagen, die im Mai 1998 beschlossen wurden.

Daraus ergibt sich u.a. die interessante Option, auf den Vorschlag von Mundell (2000) einzugehen, der die Festlegung der Schwankungsmargen zwischen Euro und Dollar auf 2 Cent über und unter der 1:1-Parität beinhaltet (was vielleicht zu einer vollständigen Atlantischen oder sogar Atlantischen/Pazifischen Währungsunion führt, wenn auch der Yen zu z.B.  $100 \text{ ¥} = 1 \text{ \$/€}$  in dieses System aufgenommen würde). Der Erfolg dieser Maßnahme würde davon abhängen, für wie glaubwürdig die Märkte die zu ihrer Stützung eingeführten Mechanismen halten.

### **Mechanismen**

Die Ausarbeitung dieser Mechanismen wäre das **erste** und unter Umständen geringere von **zwei Hauptproblemen**. In Kapitel 2 der vorliegenden Untersuchung sind verschiedene Vorbedingungen beschrieben:

- Eine derartige Wechselkurspolitik könnte niemals ohne das rückhaltlose Engagement der Zentralbanken, Behörden und politischen Systeme aller beteiligten Länder funktionieren, und zwar in erster Linie deshalb, weil die für die *steigenden* Währungen zuständigen Währungsbehörden in erster Linie gefordert wären zu intervenieren. Nimmt man das Mundell-Modell als Beispiel, dann wäre, sobald der Euro droht, unter 0,98 \$ zu fallen (bzw. der Dollar über 1,02 € zu steigen), es an der Fed, den Euro auf den Devisenmärkten zu stützen, indem sie ihre Möglichkeit nutzt, die Dollarmenge zu erhöhen (für den umgekehrten Fall gilt das gleiche). Damit würden in der Vergangenheit aufgetretene Probleme umgangen: Im Fall von Aufkäufen einer fallenden Währung durch ihre eigene Zentralbank hatten Spekulanten praktisch nur eine Entscheidungsmöglichkeit.
- Seitens der EU müsste die im Unionsvertrag enthaltene institutionelle Trennung der Zuständigkeit für die Währungs- und die Wechselkurspolitik geklärt und wahrscheinlich geändert werden. Dies könnte in jedem Fall notwendig werden, um den vielfach als weiteren Faktor für den Fall des Euro betrachteten Eindruck zu beseitigen, dass "niemand zuständig ist".

Das **zweite Problem** betrifft den Bereich, mit dem sich die vorliegende Studie schwerpunktmäßig beschäftigt, nämlich wie die Folgen einer Wechselkurspolitik mit der entsprechenden Durchführung der internen Währungspolitik in Einklang gebracht werden können. Wie schon erwähnt, hat das Europäische Währungsinstitut bereits 1997 eine Wechselkurssteuerung des Euro angelehnt, da es eventuell "nicht mit dem internen Ziel der Preisstabilität zu vereinbaren" ist.

Nicht nur mit der Preisstabilität: Wie das VK 1992 feststellen musste, kann die Unterstützung eines offensichtlich überbewerteten Wechselkurses auch eine starke Deflation mit möglicherweise nicht hinnehmbaren Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum und die Arbeitslosigkeit auslösen.

## Modelle

Dabei ist jedoch ebenso klar, dass das *Fehlen* eines Wechselkursziels solche Probleme nicht unbedingt beseitigt. Neuere Erfahrungen mit frei schwankenden Wechselkursen im VK zeigen, dass eine Währungspolitik, die ausschließlich auf nationale Ziele wie z.B. ein Inflationsziel ausgerichtet ist, Wechselkursschwankungen auslösen kann, die auch das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung gefährden. In ähnlicher Weise stellte die EZB fest, dass die vorteilhafte Vernachlässigung ("benign neglect") des Wechselkurses oder eine andersartige Vernachlässigung auf lange Sicht auch die Preisstabilität gefährden kann. In einer Welt der freien Kapital- und Währungsmärkte gibt es noch zahlreiche weitere Beispiele für ähnliche Schwierigkeiten bei der Abstimmung der Politik für den Binnen- und den Außenwert einer Währung (s. z.B. Anhang I).

Allerdings ist es bisher noch nicht möglich, genau zu berechnen, in welchem Ausmaß, wie und mit welcher Verzögerung die Entwicklung des Wechselkurses die Verbraucherpreise beeinflusst. Alle Stellen setzen unterschiedliche Messungen der effektiven Wechselkurse ein, die auf Handelsströmen und der Gewichtung der Handelspartner beruhen. Die Folgen für Inflation und Wachstum werden dann über ihre ökonometrischen Modelle geschätzt, wobei jedoch angenommen wird, dass die Währungshüter korrigierende Maßnahmen unterlassen.

Andererseits können Maßnahmen seitens der Währungsbehörden auf umfangreichen Berechnungen basieren oder auf "allgemeinen Regeln" wie der britischen "alten Vier-zu-eins-Regel" (ein Wertverlust des Pfund Sterling von 4 % erfordert einen Anstieg der Zinsen von 1 %), die als "schlechte Ökonomie" bezeichnet wurden. Ob die ergriffene Maßnahme die vorhergesagten Effekte bringt oder nicht ist ebenso wenig sicher.

## Euro-Wechselkurspolitik

Man muss jedoch nicht an die atlantische oder weltweite Währungsunion glauben, um sich für eine konkretere Wechselkurspolitik im Euro-Währungsbereich einzusetzen. Mehrere Punkten könnten angesprochen werden:

- Am wichtigsten wäre vielleicht, ein für alle Mal den Eindruck zu zerstreuen, dass "niemand zuständig ist". Allgemein besteht Einigkeit darüber, dass die zuweilen widersprüchlichen Aussagen von Mitgliedern des EZB-Rates, der Kommission und ECOFIN (s. z.B. den Anfang von Kapitel 2 der vorliegenden Studie) in gewissem Maße zur externen Schwäche des Euro beigetragen haben. Ein weiterer Faktor ist die Komplexität des durch den Unionsvertrag aufgestellten institutionellen Systems (vgl. Abschnitt 2.11), das durch die "Euro-Gruppe" der Finanzminister des Euro-Währungsbereiches, die kürzlich offiziellen Status erhielt, noch erweitert wird. Der "Wechselkurs des Euro" (Fabius, 2000) wird eines der Themen sein, mit denen sich die Gruppe vorrangig beschäftigt. Um sicherzustellen, dass alle offiziellen Verlautbarungen zum Wechselkurs des Euro abgestimmt und kohärent sind und gegebenenfalls von abgestimmten, kohärenten Maßnahmen flankiert werden, ist die Anwesenheit des Präsidenten der EZB auf Sitzungen der Euro-Gruppe und des amtierenden Präsidenten der Euro-Gruppe auf Sitzungen des Vorstandes der EZB notwendig.
- Gleichzeitig setzt schon die Komplexität des Systems ein hohes Maß an Transparenz voraus. Die EZB, ECOFIN, die Euro-Gruppe und die Kommission stellen ihre Schritte der Öffentlichkeit stets in getrennten Pressekonferenzen und -mitteilungen vor. Das einzige Organ, dem sie alle in gewissem Maße rechenschaftspflichtig sind - die EZB und die

Kommission im Rahmen des Unionsvertrags, ECOFIN und nun auch die Euro-Gruppe auf formlose Aufforderung - ist das Europäische Parlament, genauer gesagt dessen Ausschuss für Wirtschaft und Währung. Der "monetäre Dialog" zwischen diesem Ausschuss und der EZB mit der alle drei Monate stattfindenden Befragung des EZB-Präsidenten bietet einen Ausgangspunkt für die allgemeine Prüfung und Darlegung der Politik für den Euro-Währungsbereich.

- Die EZB muss ihrerseits ihre Wechselkurspolitik mit der gebotenen Präzision darlegen. Ihr *Monatsbericht* vom Juni enthielt eine Analyse der Mechanismen, über welche die Wechselkursentwicklung auf die Preisentwicklung durchschlägt. Bisher hat sie ihr ökonomisches Modell, das diese Mechanismen berücksichtigt und auf dem ihre Entscheidungen zu Zinssätzen und anderen währungspolitischen Maßnahmen basieren, jedoch noch nicht veröffentlicht. In der Entschließung des Parlaments (Europäisches Parlament, 1999) zum EZB-Jahresbericht 1998 wurde die Bank aufgefordert, alle sechs Monate makroökonomische Prognosen sowie die zu Grunde liegenden Daten und Forschungsarbeiten zu veröffentlichen; die EZB erklärte sich dazu bereit, was die makroökonomischen Prognosen und auch das dazu verwendete ökonomische Modell anbelangt.
- Allgemein ist eine umfassende Analyse der Faktoren notwendig, die den Außenwert des Euro und insbesondere seine Parität zum Dollar bestimmen. Der seit Anfang 1999 fallende Kurs führte zu einer erstaunlichen Zahl an Erklärungsversuchen, von denen einige im vorliegenden Arbeitspapier untersucht wurden:
  - die Differenz zwischen den kurzfristigen Zinsen,
  - das "Wachstumsgefälle",
  - Anlage- und Direktinvestitionen,
  - ein Überangebot an €-denominierten Wirtschaftsgütern,
  - Strukturmängel im Euro-Währungsbereich, vor allem auf dem Arbeitsmarkt,
  - stetiger Aufschwung und der Effekt der "Neuen Ökonomie" in den USA,
  - der "Greenspan-Faktor"<sup>35</sup>,
  - die Politik der bewussten Unterbewertung im Euro-Währungsbereich mit dem Ziel, das wirtschaftliche Wachstum anzukurbeln,
  - das Problem, dass "niemand zuständig ist",
  - Ungewissheit über die Haltung der EZB zum Wechselkurs,
  - eine "politische Risikoprämie" entsprechend der politischen Lage in einem oder mehreren Teilnehmerländern,
  - und natürlich die Ansicht, wonach die einheitliche Währung von Anfang an zum Scheitern verurteilt war.

---

<sup>35</sup> Das Ansehen, das die US Federal Reserve Bank und vor allem ihr Präsident Alan Greenspan genießen, ließ die Hoffnung aufkommen, dass die "Goldilocks Economy" in den Vereinigten Staaten sich für immer fortsetzen oder zumindest das stetige Wachstum zu einer "sanften Landung" ansetzen könnte.

Vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments erklärte EZB-Präsident Wim Duisenberg am 20. Juni 2000 die "vorherrschende schwache Tendenz" zum Teil mit dem Wachstumsgefälle gegenüber den Vereinigten Staaten und zum Teil mit dem Zinsgefälle. Er fügte jedoch hinzu:

*"Es gibt noch weitere Ursachen für die Entwicklung der Zusammenhänge zwischen den Wechselkursen, von denen ich manche aber nicht quantifizieren kann. Ich habe das Gefühl, dass Vertrauen und Glaubwürdigkeit eine Rolle spielen. Sie dürfen nicht vergessen, dass die Europäische Zentralbank - die Federal Reserve Bank ist nicht besonders alt, aber immerhin ungefähr 100 Jahre - erst seit eineinhalb Jahren für die Währungspolitik zuständig ist."* (Duisenberg, 2000c)

Der letztgenannte Punkt, der im Grunde dem "Greenspan-Faktor" entspricht, wurde in einer Umfrage der Emissionsbank Goldman Sachs vom 29. Februar 2000 zu einem gewissen Grad quantifiziert. Die Kunden der Bank wurden gebeten, die US Federal Reserve Bank, die Bank of England, die EZB und die *Bundesbank* (in ihrer Form vor der Einführung der einheitlichen Währung) auf einer Skala von 1 bis 5 dahingehend zu bewerten, inwiefern sie die Argumentation hinter den geldpolitischen Beschlüssen der jeweiligen Bank verstehen. Folgende Ergebnisse kamen dabei heraus:

**Tabelle 6: Ranking der Zentralbanken**

<b>Bank</b>	<b>Gesamtbeurteilung</b>
US Federal Reserve Bank	4.3
<i>Bundesbank</i>	3.5
Bank of England	3.3
Europäische Zentralbank	2.2

*\*Mehr als 20 % der Befragten gaben der EZB nur eine 1.*

Eine Feststellung besagte, dass es eigentlich nur "guter Nachrichten" bedürfe, um den Fall des Euro aufzuhalten; dies wären z.B. Meldungen, wonach das Wachstum sich erholt, die Arbeitslosigkeit sinkt und das Leistungsgefälle gegenüber den USA sich ausgleicht. "Gute Nachrichten", z.B. eine deutliche Verbesserung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Euro-Währungsbereiches, der Ausgleich des Wachstumsgefälles gegenüber den USA und greifbare Fortschritte bei den Strukturreformen (insbesondere was das deutsche Steuersystem anbelangt), hatten bis Mitte 2000 jedoch kaum Einfluss auf den Wechselkurs. Dies bedarf einer Erklärung.

- Immerhin wird Anfang 2002 zumindest eine mögliche Ursache für die Schwierigkeiten des Euro ausgeschaltet: Das verbreitete Desinteresse bzw. die Unwissenheit oder die Zweifel an seiner Existenz.

Laut eines Berichts der Kommission über die Vorbereitungen auf die Euro-Banknoten und -Münzen, der dem ECOFIN vom Juli 2000 vorgelegt wurde, wurden bis Mitte April 2000 nur 2,4 % des Unternehmens-Transaktionsvolumens in Euro durchgeführt (der Gesamtwert in Euro liegt jedoch bei 25 %, was zum Großteil auf Fusionen und Übernahmen in € zurückzuführen ist). Die breite Öffentlichkeit kann die neue Währung in der Praxis gar nicht verwenden, da es weder Euro-Banknoten noch -Münzen gibt: Die Bevölkerung "kann das Geld nicht in der Hand fühlen" (Duisenberg 2000c). Aus dem dritten vierteljährlichen Bericht

der Kommission im Jahr 2000 über die Verwendung des Euro geht hervor, dass nur 1,8 % der einzelnen Transaktionen in Euro durchgeführt wurden, gegenüber 2,4 % im zweiten Quartal.

Dort, wo man sich bereits vergegenwärtigt *hat*, dass die beteiligten Landeswährungen nun "nichtdezimale Unterteilungen" der einheitlichen Währung sind, kam lediglich die Befürchtung auf, dass manchmal hohe Gebühren erhoben werden, um eine Währung gegen eine andere auszutauschen.

Die Ablösung des nationalen Münzgeldes durch €denominierte gesetzliche Zahlungsmittel Ende Februar 2002 wird sowohl die Geschäftspraktiken als auch die öffentliche Meinung beeinflussen. Dies dürfte wiederum der Einheitlichen Geldpolitik und auch dem Euro als *reale Tatsache* mehr Bedeutung verleihen.

Wahrscheinlich wird sich die Wechselkursparität des Euro gegenüber dem Dollar erst dann auf einem ausgewogenen oder zumindest akzeptablen Niveau einpendeln und eine genaue Bestimmung der Geldpolitik möglich sein.



## Anhang I: Fallstudie - Der polnische Zloty

Die polnische Währung, der Zloty (PLN), hat in den vergangenen zehn Jahren mehrere Wechselkurssysteme erlebt. Vor 1990 war er als Währung praktisch nicht konvertierbar. Nachdem in dem besagten Jahr die Inländer-Konvertibilität eingeführt wurde, wurde ein fester Wechselkurs gegenüber dem Dollar von 0,95 PLN für einen Dollar festgelegt. 1991 begann die polnische Nationalbank damit, den Wechselkurs durch einen Mechanismus der limitierten Flexibilität zu steuern.

In diesem System war der Wechselkurs an einen Reservewahrungskorb gebunden. Bis 1999 fanden sich folgende Währungen in diesem Korb:

**Tabelle 7: Der polnische Währungskorb zur Steuerung der limitierten Flexibilität vor 1999**

Währung	% des Korbes
\$	45
DM	35
£	10
FF	5
SF	5

Nach der Einführung des Euro im Januar 1999 wurde die Zusammensetzung des Korbes vereinfacht, sodass er nunmehr zu 55 % aus Euro und 45 % aus Dollar besteht.

Der Mechanismus der limitierten Flexibilität gestattete eine regelmäßige Abwertung des Zloty-Leitkurses gegenüber dem beschriebenen Währungskorb (0,3 % pro Monat zwischen März 1999 und April 2000). Schwankungen um diesen Leitkurs innerhalb einer festen Bandbreite waren erlaubt, wobei die Prozentspanne nach der Aufhebung der Devisenkontrollen erweitert wurde. Als 1995 die Konvertibilität im Rahmen der Leistungsbilanz eingeführt wurde, betrug die Bandbreite 3,5 %. Im folgenden Jahr wurde die Auflage, wonach die Devisenerlose polnischer Firmen in Zloty zu tauschen sind, aufgehoben, und 1997 wurde der freie Kapitalverkehr praktisch verwirklicht. Dementsprechend wurde die Bandbreite im Februar 1998 auf 10 % und im Oktober 1998 auf 12,5 % erweitert.

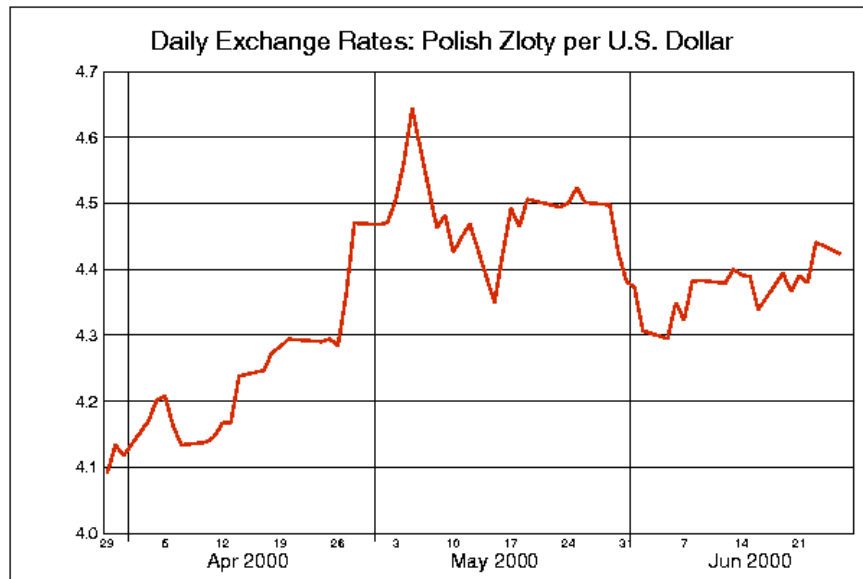
Im April 2000 wurde das Ende der Steuerung des Wechselkurses beschlossen, d.h. der Zloty darf seither frei schwanken.

Dies führte unmittelbar zu einem deutlichen Fall des PLN/\$-Wechselkurses um 0,16 PLN in den ersten drei Tagen. Im Anschluss an die Bekanntgabe eines leichten Rückgangs der Inflationsrate (von 10,4 % im Februar auf 10,3 % im März) stabilisierte sich die Währung. Am 28. April zog die Abwertung aber erneut an, und der Zloty fiel einen Tag später auf seinen historischen Tiefstand gegenüber dem Dollar. Am 4. Mai teilte die Bank mit, dass das polnische Leistungsbilanzdefizit von 8 % des BIP im Februar auf 8,3 % im März gestiegen war, und der Zloty fiel auf einen neuen Tiefstand von 4,72 für einen Dollar. Am gleichen Tag bemerkte die Präsidentin der Bank Hanna Gronkiewicz-Walz jedoch, dass der Zloty seine alte Schwankungsmarge von 15 % nie verlassen habe und im März ubewertet gewesen sei. Diese Aussage führte zusammen mit der Erwartung einer Zinsanhebung, die schließlich doch nicht

stattfind, zu einer Erholung des Zloty auf einen stabileren Kurs im Bereich von 4,5 für einen Dollar.

Ende Mai ergab sich eine weitere Erholung, sodass der Zloty Anfang Juni bei 4,3 für einen Dollar lag. Anschließend ging er jedoch wieder auf einen stabilen Kurs von rund 4,4 zurück.

**Diagramm 14: Tageskurse des Zloty gegenüber dem US-\$, April-Juni 2000**



### Analyse

Die kurzfristige Entwicklung des Zloty in dieser Phase veranschaulicht verschiedene typische Kennzeichen der Devisenmärkte. Nachdem sie anfangs frei schwankte, folgte ein Wertverlust, der wiederum "überschoss". Die Erholung Mitte Mai überschoss in ähnlicher Weise, bevor sich eine kurzfristige Stabilität bei 4,5 PLN für einen Dollar einstellte. Ende Mai kam es zu einem erneuten Wertzuwachs, der ebenfalls von einem Überschießen begleitet wurde, und dann wieder zu einer Stabilität beim Stand von 4,4 : 1. Die Märkte schienen durch einen Prozess der Senkung der Schwankungen einem langfristig ausgewogenen Dollarkurs "nachgejagt" zu sein.

Ein solches Verhalten hätte ebenso gut auch ohne jegliche Kenntnisse der polnischen Wirtschaft oder deren Entwicklung vorausgesagt werden können. Eine Richtungsänderung kann jedoch durch die im Vorhergehenden bereits beschriebenen Ereignisse ausgelöst werden, während der angestrebte ausgewogene Kurs wahrscheinlich am meisten von der Meinung des Marktes zu den wirtschaftlichen Fundamentaldaten bestimmt wird.

Die meisten Beobachter führten den Fall des Zloty seit seinem Floating auf das zunehmende Leistungsbilanzdefizit zurück. In den zwölf Monaten vor März 2000 lag es bei einer jährlichen Rate von 8,3 % des BIP und dürfte für das Jahr 2000 bei insgesamt 12,5 Milliarden \$ liegen. Das Defizit zeichnet sich insbesondere durch folgende Merkmale aus:

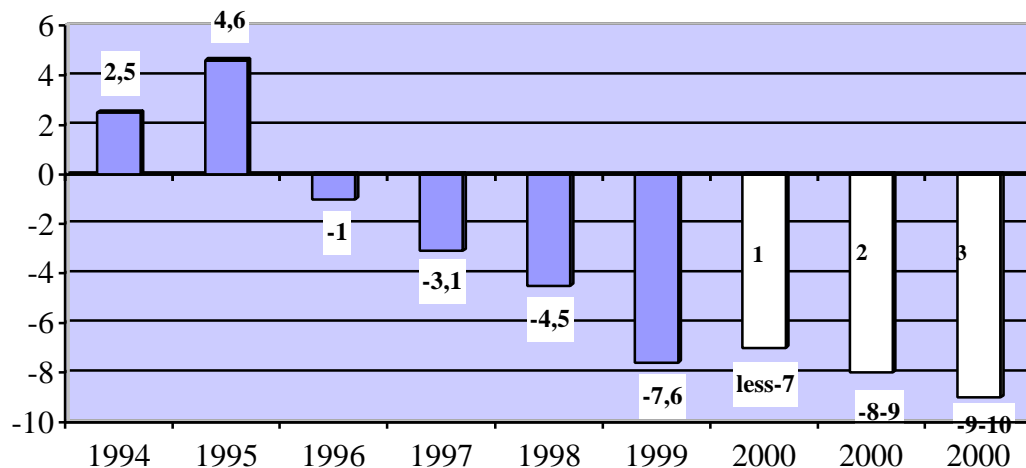
- Ein Importboom, finanziert durch Kreditexpansion.



- Ein Rückgang der Wettbewerbsfähigkeit der polnischen Exporte (meistens Low-Tech-Produkte), die auf Wechselkursschwankungen empfindlich reagieren.
- Ein Rückgang der Ausfuhren nach Russland im Zuge der dortigen Finanzkrise.
- Ein Rückgang der Privatisierungserlöse.
- Der Anstieg der Ölpreise.
- Eine besonders ausgeprägte Verschlechterung der Dienstleistungsbilanz, wobei z.B. die Importe moderner Dienstleistungen wie Auditing und Finanzberatung deutlich zunahmen.

Nach der klassischen Ökonomie kann eine Abwertung des Zloty daher als angemessene Antwort betrachtet werden.

**Diagramm 15: Die polnische Leistungsbilanz (% des BIP)**



*Prognosen:*

1. G. Wojtowicz - MPP
2. S. Gomulka - Polnisches Finanzministerium
3. Nomura

Das Defizit wurde durch ausgeprägte Kapitalzuflüsse gedeckt, und die Devisenreserven Polens sind seit 1998 praktisch stabil. Ein solch hohes Leistungsbilanzdefizit ist typisch für eine rapide wachsende Volkswirtschaft und dürfte sich umkehren, sobald die Früchte der inländischen Investitionen geerntet werden.

Andererseits kann nur weniger als die Hälfte der Kapitalzuflüsse als echte langfristige Anlagen bezeichnet werden. Dies macht den Zloty empfindlich bei einem plötzlichen Abfluss kurzfristiger Gelder.

Analysten wie z.B. Nomura haben erkannt, dass die Kapitalströme, und nicht die Fundamentaldaten des Handels oder der Wirtschaft, den kritischen Faktor darstellen, der den Außenwert des Zloty bestimmt. Die beschränkte Konvertibilität, z.B. das für Ausländer geltende Verbot, Darlehen in Zloty von polnischen Banken aufzunehmen, schränkt zurzeit die Möglichkeiten für spekulative Angriffe ein.

### **Politische Probleme**

Die entsprechende Antwort auf den Anstieg der über Kredite finanzierten Einfuhren wäre eine restriktivere geld- und steuerpolitische Haltung. Allerdings lagen die Zinssätze auch schon bei 17,5 %, ohne das dies eine besondere Auswirkung auf die Importnachfrage gehabt hätte. Noch höhere Zinsen drohen, einerseits das wirtschaftliche Wachstum zu bremsen und andererseits den Zufluss von kurzfristigen Spekulationsgeldern anzuheizen.

Die polnischen Währungshüter verfolgen eine Politik der direkten Inflationszielsteuerung. Der geldpolitische Rat hat für dieses Jahr einen Zielbereich von 5,4 - 6,8 % festgelegt. Ein jeder deutlicher Rückgang des Außenwertes des Zloty könnte jedoch das Ziel gefährden und die Zentralbank zur Intervention zwingen.

Das Floating des Zloty bringt die Gefahr der Wechselkursvolatilität mit sich, die sich störend auf den Handel und die nationale Geldpolitik auswirken könnte. Andererseits bietet sich den Finanzmärkten so die Chance, Produkte zum Schutz vor Wechselkursrisiken zu entwickeln.

Ferner ist der Außenwert des Zloty zum Großteil von dem des Euro abhängig. Während der Kurs des Zloty in Dollar im April 2000 um 3,5 % fiel, ging er gegenüber DM/€ nur um 1,3 % zurück.

## Anhang II: Ergebnisse der Standard-Simulationen am Interlink-Modell der OECD

**Tabelle 8: Zinssenkung im €-Bereich: Frei schwankender Wechselkurs**

*Rückgang der kurz- und langfristigen Zinssätze um 1 Prozentpunkt, Abweichungen vom Vergleichswert in Prozent*

	Jahre nach Schock				
	1	2	3	4	5
<b>Vereinigte Staaten</b>					
BIP	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0
Inflation (Verbraucherpreis-Deflator)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Leistungsbilanz (% BIP)	0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Staatl. Nettokreditgewährung (% BIP)	0	0	0	0	0
<b>€-Bereich</b>					
BIP	0,7	1,3	1,6	1,8	2,1
Inflation (Verbraucherpreis-Deflator)	0,3	0,5	0,8	1,2	1,6
Leistungsbilanz (% BIP)	0	0	0	0,1	0,1
Staatl. Nettokreditgewährung (% BIP)	0,5	0,9	1,3	1,5	1,9
<b>BIP</b>					
Deutschland	1,2	2	2,2	2,3	2,5
Frankreich	0,4	0,9	1,3	1,7	2
Italien	0,6	1,1	1,3	1,5	1,9
Österreich	0,7	1,4	2,1	2,5	2,8
Belgien	0,5	1,1	1,6	2,1	2,6
Dänemark	0,5	1,5	2,2	2,8	3,4
Finnland	0,5	1,4	1,9	2,3	2,8
Irland	0,9	1,0	2,9	3,7	4,5
Niederlande	0,6	1,3	1,6	1,7	1,8
Portugal	0,5	0,9	0	1,1	1,2
Spanien	0,3	0,7	0,9	1,1	1,4

*Floating des nominalen Wechselkurses*

*Reale staatliche Ausgaben und Investitionen auf Grundniveau.*

*Realzinsen werden auf ihrem Grundniveau gehalten.*

*Quelle: OECD*

**Tabelle 9: Aufwertung des US-Dollar um zehn Prozent**  
(Abweichungen vom Vergleichswert in Prozent)

		Jahre nach Schock				
		1	2	3	4	5
<b>Vereinigte Staaten</b>						
	BIP	-0,4	-0,8	-0,4	0	0,1
	Inflation (Verbraucherpreis-Deflator)	-0,7	-0,5	-0,9	-1	-1,1
	Leistungsbilanz (% BIP)	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
	Staatl. Nettokreditgewährung (% BIP)	0,1	-0,1	0	0,1	0,1
<b>€-Bereich</b>						
	BIP	0,2	0,3	0,2	0,1	0
	Inflation (Verbraucherpreis-Deflator)	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5
	Leistungsbilanz (% BIP)	0	0,1	0,1	0,2	0,2
	Staatl. Nettokreditgewährung (% BIP)	-0,1	0	-0,1	-0,1	-0,2
<b>BIP</b>						
	Deutschland	0,1	0,2	0,2	0,1	0
	Frankreich	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
	Italien	0,1	0,3	0,2	0,2	0
	Österreich	0,5	0,5	0,3	0,1	-0,2
	Belgien	0	0	0	0	-0,1
	Dänemark	0,1	0,2	0	-0,2	-0,3
	Finnland	0	0,1	0	0	-0,1
	Irland	0,6	0,5	0,4	0,2	-0,1
	Niederlande	0,3	0,3	0,1	-0,1	-0,3
	Portugal	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
	Spanien	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1

*Reale staatliche Ausgaben und Investitionen auf Grundniveau.  
Realzinsen werden auf ihrem Grundniveau gehalten.*

*Quelle: OECD*

**Tabelle 10: Aufwertung des € um zehn Prozent**  
(einschl. Dänemark, Abweichungen vom Vergleichswert in Prozent)

		Jahre nach Schock				
		1	2	3	4	5
<b>Vereinigte Staaten</b>						
	BIP	0,1	0,3	0,1	0	0
	Inflation (Verbraucherpreis-Deflator)	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4
	Leistungsbilanz (% BIP)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
	Staatl. Nettokreditgewährung (% BIP)	-0,1	0	0	0	-0,1
<b>€-Bereich</b>						
	BIP	-0,7	-0,9	-0,6	-0,4	-0,1
	Inflation (Verbraucherpreis-Deflator)	-0,6	-0,6	-0,9	-1,1	-1,2
	Leistungsbilanz (% BIP)	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
	Staatl. Nettokreditgewährung (% BIP)	0,1	0	0,1	0,2	0,3
<b>BIP</b>						
	Deutschland	-0,9	-0,9	-0,5	-0,2	0,1
	Frankreich	-0,5	-0,7	-0,6	-0,4	-0,1
	Italien	-0,5	-0,9	-0,6	-0,3	-0,1
	Österreich	-1	-1,1	-0,8	-0,3	0,3
	Belgien	-0,5	-0,7	-0,6	-0,5	-0,3
	Dänemark	-0,5	-0,8	-0,5	-0,1	0,4
	Finnland	-0,6	-0,8	-0,6	-0,3	0
	Irland	-1,6	-1,9	-1,8	-1,3	-0,7
	Niederlande	-0,9	-1,1	-0,6	-0,2	0,3
	Portugal	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
	Spanien	-0,7	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5

*Reale staatliche Ausgaben und Investitionen auf Grundniveau.  
Realzinsen werden auf ihrem Grundniveau gehalten.*

*Quelle: OECD*



## Literatur

- Alberola E., et al.**, (1999), *Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar, “Ins”, “Outs” and Other Major Currencies in a Panel Co-integration Framework*, IMF Working Paper WP/99/175, Dezember 1999.
- Anderson J.** (2000), *Forbes Global*, Januar 2000
- Asea P.K. und Corden W.M.** (1994), “The Balassa-Samuelson Model: An Overview”, *Review of International Economics*, März 1994.
- Asea P.K. und Mendoza E.G.** (1994), “The Balassa-Samuelson Model: A General Equilibrium Appraisal”, *Review of International Economics*, März 1994.
- Balassa B.** (1964), “The Purchasing Power Parity Doctrine: a Reappraisal”, *Journal of Political Economy* 72, S.584-96.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich** (2000), *70. Jahresbericht*, Basel, 5. Juni 2000.
- Barber T.** (2000), “Improved growth needed to boost euro”, *Financial Times*, Dienstag, 18. Januar 2000.
- Begum J.** (2000), *Real Exchange Rates and Productivity: Closed-Form Solutions and Some Empirical Evidence*, International Monetary Fund Working Paper, Juni 2000.
- Brittan S.** (1999), “Uncertain Pound”, *Financial Times*, 30. September 1999.
- Brousseau V. und Scacciavillani F.** (1999), *A Global Hazard Index for the World Foreign Exchange Markets*, Europäische Zentralbank, Mai 1999.
- Budd Sir A.** (2000), zitiert in *Financial Times*, Freitag, 7. Juli 2000.
- Buiter W.** (2000), Interview in der *Sunday Times* vom 23. April 2000.
- Kommission** (1999) *The EU Economy 1999 Review*, 24. November 1999  
(2000) *Praktische Aspekte des Euro: Aktueller Stand und künftige Aufgaben*, Juli 2000.
- Coppel J., Durand M. und Visco I.** (2000), *EMU, the Euro and the European Policy Mix*, Economics Department Working Paper 232, OECD, Paris, Februar 2000.
- Crooks E. und Barber T.** (2000) “How the euro could go from bad to worse”, *Financial Times*, 5. Mai 2000.
- Detken C. und Hartmann P.** (2000), *The Euro and International Capital Markets*, ECB Working Paper 19, April 2000.
- Deutsche Bank Research** (1999), *External representation and exchange-rate policy of the euro area*, 14. Januar 1999.  
(2000a), *Are foreign reserves too high in EMU?*, 7. Januar 2000.  
(2000b), *The ECB and the 2000 wage round*, 25. Januar 2000.  
(2000c) *Economic and Financial Outlook*, 15. Mai 2000.
- Duisenberg W.** (1999), Antwort auf eine Frage von Lyndon Harrison MdEP im Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, 19. April 1999.

(2000a), Presseerklärung, 31. Januar 2000.

(2000b), Presseerklärung, 3. Februar 2000.

(2000c), Antwort auf eine Frage von Prof. G. Katiforis MdEP im Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, 20. Juni 2000.

**Europäische Zentralbank** (1999 und 2000), *Monatsberichte*.

**Europäisches Währungsinstitut** (1997), *The Single Monetary Policy in Stage Three: specification of the operational framework*, Januar 1997.

**Europäisches Parlament** (1998) "Adjustment to Asymmetric Shocks", Generaldirektion Wissenschaft, Europäisches Parlament, *Reihe Wirtschaftsfragen*, ECON 104, September 1998.

(1999) *Report on the annual report for 1998 of the European Central Bank* (C4-0211/1999), (A5-0035/1999), vom Parlament angenommen am 27. Oktober 1999.

(1999) "Optionen für die Wechselkurspolitik der EZB", Generaldirektion Wissenschaft, Europäisches Parlament, *Reihe Wirtschaftsfragen* ECON 115, September 1999

(2000a) "The Determination of Interest Rates", Generaldirektion Wissenschaft, Europäisches Parlament, *Reihe Wirtschaftsfragen*, ECON 116, Januar 2000.

(2000b) "The Functioning and Supervision of International Financial Institutions", Generaldirektion Wissenschaft, Europäisches Parlament, *Reihe Wirtschaftsfragen*, ECON 118, Januar 2000.

(2000c) "The Functioning and Supervision of International Financial Institutions", Generaldirektion Wissenschaft, Europäisches Parlament, *Reihe Wirtschaftsfragen*, ECON 123, Juli 2000.

**Fabius L.** (2000), "France's mission in Europe", *Financial Times*, Montag, 24. Juli 2000.

**Fatum R.** (2000), *On the Effectiveness of Sterilized Foreign Exchange Intervention*, ECB Working Paper, 10. Februar 2000.

**Frankel J.A.** (2000), *EWU und der Euro - die ersten 18 Monate*, Deutsche Bank Research, 7. Juli 2000.

**Issing O.** (1999) *The monetary policy of the ECB: stability, transparency, accountability*, Rede vor dem Royal Institute of International Affairs, London, 25. Oktober 1999.

(2000) Interview in der *Financial Times*, 18. Februar 2000.

**Kaletsky A.** (2000), "Silence on the sliding euro buys more time for ECB", *The Times*, 1. Februar 2000.

**Krieger A.J.** (2000), *Capital Markets and Investing*, Forbes GLOBAL, 24. Januar 2000.

**Lipsey R.G. und Crystal K.A.** (1995), *An Introduction to Positive Economics*, 8<sup>th</sup> edition, Oxford University Press, 1995.

**Münchau W.** (2000), "Euro suffers the perils of benign neglect", *Financial Times*, Montag, 24. April 2000.



- Mundell R.** (2000), *Does the \$/€ rate need to be managed?*, Referat auf einer Konferenz in Luxemburg, 8. März 2000.
- Mussa M., et al.**, (2000), *Exchange Rate Regimes in an increasingly integrated world economy*, IWF, April 2000
- OECD**, (1985), *Exchange Rate Management and the Conduct of Monetary Policy*, Paris, 1985.  
(2000), *EMU One Year On*, Paris, Februar 2000
- Padoa-Schioppa T.** (2000), Rede in Rom, aufgezeichnet in der *Financial Times*, 25. Januar 2000.
- Samuelson P.** , (1964), "Theoretical Notes on Trade Problems", *Review of Economics and Statistics* 23, S. 1-60.
- Searjeant, G.** (2000), Finanzieller Leitartikel in *The Times*, 13. Juli 2000.
- Welteke E.** (2000), Mitteilung, *Bundesbank*, 29. Mai 2000.
- Williamson J.** (1983 und 1985), *The Exchange Rate System*, Policy Analyses in International Economics 5, Institute for International Economics, Washington DC, 1983 und 1985 (rev. edition).  
(1991) "FEERS and the ERM", *National Institute Economic Review* 137, August 1991.
- Wren-Lewis S. and Driver R.L.** (1998), *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Institute for International Economics, Washington DC, Mai 1998.
- Wynne M.A.** (1999), *Core Inflation: a Review of Some Conceptual Issues*, Europäische Zentralbank, Mai 1999.
- Wyplosz C.**, (2000), *Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Juni 2000.
- "Currency and Money Market Report", *Financial Times*, 9. Juni 2000.



## Jüngste Veröffentlichungen der Reihe Wirtschaftsfragen

Diese Publikationen sind durchweg in gedruckter Form erhältlich. Zum Teil sind sie auch über folgende INTERNET-Adresse abrufbar:

<http://www.europarl.eu.int/dg4/wkdocs/catalog/en/catecon.htm>

**Verbesserungen des Grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs im Eurowährungsgebiet**  
(ECON 123, November 2000, En, Fr, De)

**Strategien für die EU-Wirtschaft**  
(ECON 122, März 2000, En, Fr, De)

**Verbraucherschutzaspekte der UCIT/OGAW Änderungsrichtlinien vom 17.7.1998**  
(ECON 121, November 1999, En, Fr, De)

**Wechselkurs und Geldpolitik**  
(ECON 120, August 2000, En, Fr, De)

**Arbeitsweise und Beaufsichtigung der Internationalen Finanzinstitutionen**  
(ECON 118, Januar 2000, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

**WWU und Erweiterung: Ein Überblick über strategische Fragen**  
(ECON 117, Januar 2000, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

**Die Bestimmung der Zinssätze**  
(ECON 116, Dezember 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

**Optionen für die Wechselkurspolitik der EZB**  
(ECON 115, September 1999, En, Fr, De)

**Der Euro als „Parallelwährung“, 1999-2002**  
(ECON 114, September 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

**Öffentliche und private Investitionen in der Europäischen Union**  
(ECON 113, May 1999, En, Fr, De)

**Die Geldpolitik der EZB gemäß Artikel 105 des Unionsvertrags**  
(ECON 112, Mai 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

**Arbeitskosten und Lohnpolitik in der EWU**  
(ECON 111, April 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

**Geldpolitische Übertragungsmechanismen im Euro-Gebiet**  
(ECON 110, April 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

**Prognose der Entwicklung von Haushaltsdefiziten**  
(ECON 109, April 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

**Die Machbarkeit einer Internationalen "Tobin-Steuer"**  
(ECON 107, März 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

**Bankenaufsicht vor dem Hintergrund der WWU**

*(ECON 102, rev.1. März 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)*

**WWU: Beziehungen zwischen "Ins" und "Outs"**

*(ECON 106, Oktober 1998, En, Zusammenfassung in allen Sprachen)*

**Steuerwettbewerb in der Europäischen Union**

*(ECON 105, Oktober 1998, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)*

**Absorption asymmetrischer Schocks**

*(ECON 104, September 1998, En, Fr, De)*

**Änderungen im MWS-System und die sozialen Folgen**

*(ECON 103, April 1998, En, Zusammenfassung in allen Sprachen)*

**Die Rolle des Euro als internationale Währung**

*(ECON 101, Februar 1998, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen).*

**Die sozialen und wirtschaftlichen Folgen der Abschaffung des "steuerfreien Handels“ innerhalb der Europäischen Union**

*(W 30, Oktober 1997, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)*