

Kann die Einführung des Euro-Bargelds die europäische Währung stabilisieren?

Seit seiner Einführung zu Beginn des Jahres 1999 hat der Euro fast ein Drittel seines Wertes verloren. Erklärungen dieses Kursverfalls sind im Großen und Ganzen unbefriedigend geblieben. Hängt die Euroschwäche damit zusammen, dass die gemeinsame europäische Währung bisher eine Rechnungseinheit geblieben ist? Kann man von der Bargeldeinführung eine Stabilisierung des Eurokurses erwarten?

Euro-Stabilisierung: Gedanken aus der Sicht der »Behavioral Finance«

Nachdem sich der Euro-Dollar-Kurs bisher als nahezu resistent gegenüber makroökonomischen Fundamentalfaktoren erweisen hat, richtet sich die Hoffnung mancher Analysten nun darauf, dass der Kurs-trend durch die Einführung von Euro-Banknoten und Euro-Münzen gebrochen werden könnte. Aus einer rein ökonomischen Betrachtungsweise spricht jedoch wenig dafür, dass ein »Euro zum Anfassen« attraktiver sein könnte als ein virtueller Euro. Rechtlich ist der Euro seit dem 1. Januar 1999 die alleinige Währung in den Mitgliedsländern der Währungsunion. Die bisher noch beibehaltenen nationalen Währungsbezeichnungen sind dabei nur noch nicht-dezimale Untereinheiten des Euro. Die Bargeldeinführung ist also rein juristisch gesehen nicht anders zu bewerten als die Einführung einer neuen Banknotenserie. Konkret wird z.B. mit dem 10 Mark-Schein eine 5,01 Euro-Note durch eine 5 Euro-Note ersetzt.

Von Hans-Werner Sinn¹ wird in diesem Zusammenhang die These vertreten, dass es wegen des Bargeld-Umtauschs zu einer sinkenden Nachfrage nach DM-Banknoten in Osteuropa und den GUS-Ländern gekommen sei, die sich nachteilig auf den Eurokurs ausgewirkt habe. Mit dem Ende dieses Umtauschs würde diese Belastung dann wegfallen. Bei dieser Erklärung ist jedoch zu berücksichtigen, dass am Devisenmarkt Sichtguthaben gehandelt werden und dass sich die D-Mark-Bargeldbestände auf lediglich 5,9%

der gesamten Geldmenge M1 des Euro-raums belaufen. Auch in Anbetracht der seit Ende 1998 zu beobachtenden Verschlechterung der amerikanischen Leistungsbilanz, die sich kumuliert auf rund 400 Mrd. Dollar beläuft, erscheint der Rückgang der DM-Banknoten als eine »quantité négligeable«.

Aus makroökonomischer Sicht ähnlich unspektakulär dürfte sich die Umstellung auf Euro-Preise erweisen, da alle absoluten Preise mit dem gleichen Faktor verändert werden, so dass die relativen Preise konstant bleiben. Dass es dabei wegen der Schwellenpreise zu divergierenden Auf- und Abrundungen kommen wird, darf bei einer gesamtwirtschaftlichen Perspektive vernachlässigt werden; zumindest ist nicht damit zu rechnen, dass davon für den Eurokurs relevante Effekte ausgehen werden.

Für eine Analyse der wechselkurspolitischen Bedeutung der Bargeldeinführung bleiben somit nur außerökonomische Erklärungsansätze. Hier könnte sich vor allem die noch relativ junge Theorie der »Behavioral Finance« anbieten. Ihr Forschungsgegenstand sind die menschlichen Entscheidungsprozesse in sehr komplexen Situationen. Das Arbeitsfeld der Devisenhändler kann dabei als ein besonders guter Anwendungsfall für die »Behavioral Finance« angesehen werden. Diese Entscheidungsträger werden ständig mit einer Fülle neuer Informationen konfrontiert, die sie in sehr kurzer Zeit in konkrete Ankaufs- und Verkaufskurse sowie in eine für das eigene Haus optimale Vermögensposition umsetzen müssen. Die Komplexität dieser Aufgaben resultiert daraus, dass



Peter Bofinger*

* Prof. Dr. Peter Bofinger ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Geld und Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Würzburg.

¹ Siehe dazu Sinn und Westermann (2001).

- aus den vorhandenen Informationen die für den Wechselkurs relevanten herausgefiltert werden müssen,

- für die relevanten Informationen festgelegt werden muss, ob sie sich positiv oder negativ auf den Kurs einer Währung auswirken, und
- dazu noch die Veränderung des Wechselkurses konkret bestimmt werden muss.

Erschwerend kommt hinzu, dass Devisenhändler mit einem sehr kurzen Zeithorizont operieren. In der Regel sind sie bestrebt, am Ende eines Arbeitstages alle offenen Positionen geschlossen zu haben, so dass ihr Entscheidungszeitraum allenfalls ein Dutzend Stunden beträgt. Damit ist einem Devisenhändler jede Möglichkeit genommen, sich bei Kursentwicklungen, die er selbst für nicht begründet hält, gegen den Markttrend zu stellen. Sein ganzes Denken und Trachten ist deshalb nur darauf fixiert, wie die anderen Marktteilnehmer im Laufe des Tages auf neu auftretende Informationen reagieren werden. Da dies für die anderen Marktteilnehmer in gleicher Weise gilt, wird der Devisenmarkt von »Informationen dritten Grades« (Keynes 1936, S. 156) dominiert. Jeder versucht zu antizipieren, wie die anderen antizipieren, was die jeweils anderen antizipieren werden.

Für die traditionelle Finanzmarkttheorie ist die Komplexität der Entscheidungsprozesse eines Devisenhändlers kein Problem. Sie unterstellt, dass in objektiver Weise ein optimales Modell bestimmt werden kann, in das dann nur noch die aktuellen Werte (»News«) der entscheidungsrelevanten Daten eingegeben werden müssen. Da dabei die Wahrscheinlichkeitsverteilung für alle zukünftigen Ereignisse bekannt ist, läßt sich so mittels »rationaler Erwartungen« der mathematische Erwartungswert für den Wechselkurs ermitteln. Zugleich wird von der »Hypothese Effizienter Märkte« unterstellt, dass die Akteure mit einem ausreichend langen Zeithorizont operieren können, so dass fundamental unbegründete Kursbewegungen (»noise trade«) durch Arbitrageprozesse langfristig denkender Investoren (»stabilisierende Spekulation«) ausgeglichen werden.

Mit der Realität des Devisenhandels hat dies jedoch nur wenig zu tun. Die Entscheidungsträger sind mit dem Problem konfrontiert, dass es heute mehrere konkurrierende Theorien der Wechselkursklärung gibt, die durchweg unter einer sehr geringen empirischen Evidenz leiden. In den Worten von Jeffrey Frankel and Andrew Rose (1995):

»To repeat a central fact of life, there is remarkably little evidence that macroeconomic variables have consistent strong effects on floating exchange rates, except during extraordinary circumstances such as hyperinflations. Such negative findings have led the profession to a certain degree of pessimism vis-à-vis exchange-rate research.«

Damit ist die Entscheidungssituation eines Devisenhändlers in der Realität erheblich komplexer als dies ein Stan-

dardlehrbuch nahelegen würde. Die »Behavioral Finance« versucht nun die konkreten Entscheidungsprozesse der Finanzmarktteilnehmer in solchen komplexen Situationen zu beschreiben. Eine wichtige Rolle spielen dabei sogenannte Daumenregeln, die auch als (einfache) Heuristiken bezeichnet werden. Diese basieren in der Regel auf der Tatsache, dass sich Menschen in komplexen Situationen an leicht verfügbaren Informationen orientieren. Keynes (1936, S. 148) hat auch dies schon früh erkannt:

»It would be foolish, in forming our expectations, to attach a great weight to matters which are very uncertain. It is reasonable, therefore, to be guided to a considerable degree by the facts about which we feel somewhat confident, even though they may be less decisively relevant to the issue than other facts about which our knowledge is vague and scanty. For this reason the facts of the existing situation enter, in a sense disproportionately, into formation of our long-term expectations; our usual practice being to take the existing situation and to project it into the future, modified only to the extent that we have more or less definite reasons for expecting a change.«

Dieses Übergewicht der »facts of the existing situation« wird in der Literatur zur »Behavioral Finance« vor allem durch sogenannte Verfügbarkeitsheuristiken (Strack und Deutsch 2001) dargestellt. Sie basieren auf der Tatsache, dass ich in der Regel gute Entscheidungen treffe, wenn ich mich an wenigen Sachverhalten (»cues«) orientiere, über die ich relativ gut informiert bin. Gigerenzer und Todd 1999 zeigen, dass manchmal ein einziger »cue« ausreicht, um auch bei schwierigen Fragestellungen noch gute Resultate zu erzielen. Am Beispiel der Kaufentscheidung für die Aktie eines Unternehmens X lassen sich dabei folgende Varianten dieser Heuristik unterscheiden:

1. Ich halte bereits Aktien des Unternehmens X und habe damit gute Erfahrungen gemacht (*»extrapolative und adaptive Erwartungen«*).
2. Ich kenne Menschen, die diese Aktie halten und damit gute Erfahrungen gemacht haben (*»Herdenverhalten«*).
3. Ich halte Aktien eines Unternehmens Y, das in derselben Branche aktiv ist wie das Unternehmen X. Ich habe mit den Aktien von Y gute Erfahrungen gemacht (*»Repräsentativitätsheuristik«*).
4. Das Unternehmen X liegt in der Nähe meines Wohnorts und ich habe durch die lokale Presse oder persönliche Kontakte besonders gute Informationen über dessen Geschäftslage (*»home country bias«*).
5. Ich habe im Fernsehen ein Fußballspiel gesehen mit einer Bandenwerbung für Unternehmen X. Allerdings habe ich das nur unterbewusst wahrgenommen. Wenn sich Menschen bewusst oder unbewusst von leicht verfügbaren, aber völlig irrelevanten Informationen leiten lassen spricht man von einer *Verankerungsheuristik*.

Vor allem durch die beiden ersten Formen der Verfügbarkeitsheuristik kommt es dazu, dass einmal bestehende Trends über eine längere Zeit hinweg bestehen bleiben, was dazu führt, dass Finanzmarktpreise auf neue Informationen über- oder unterreagieren (Shleifer 2000). Aufgrund der damit geschaffenen »self-fulfilling prophecy« erweist sich die Verfügbarkeitsheuristik als erfolgreich und wird verstärkt zur Anwendung gebracht. Mit anderen Worten, aus diesen Daumenregeln ergibt sich ein erhebliches Beharrungselement für die Kurstrends auf den Finanzmärkten. Dieses wird noch durch die Medien verstärkt, die aus den verfügbaren Informationen dann nur noch über jene berichten, die zum vorherrschenden Kurstrend passen. So tauchte das hohe amerikanische Leistungsbilanzdefizit in den beiden letzten Jahren kaum an prominenter Stelle in den Kommentaren und Meldungen auf, da es nicht mit dem Bild eines starken Dollar vereinbar ist. Auf diese Weise sind dann vor allem Informationen verfügbar, die den Kurstrend stützen.

Ein solcher »Konservatismus« (Edwards 1968), der auf den Aktienmärkten schon frühzeitig erkannt wurde, ist auch auf dem Devisenmarkt zu erkennen. Lang anhaltende Abwertungs- bzw. Aufwertungstendenzen konnten bei den großen Reservewährungen vor allem in folgenden Phasen beobachtet werden (Schaubild):

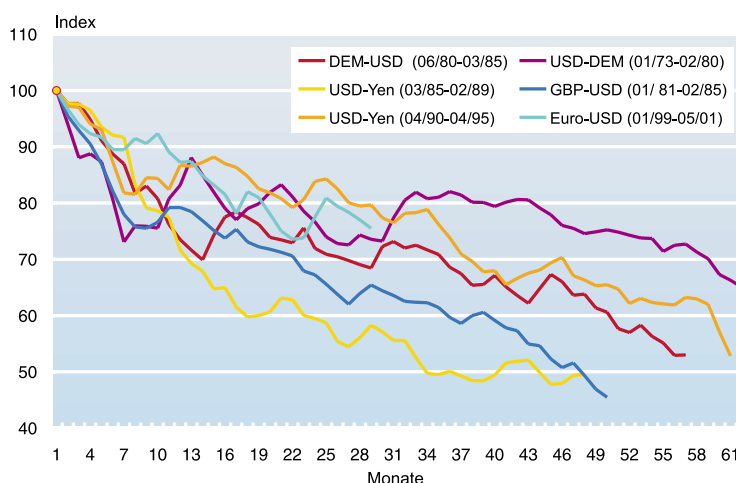
- Die Abwertung des Dollar gegenüber der D-Mark von März 1973 bis November 1978 (69 Monate)
- Die Abwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar von Januar 1980 bis Februar 1985 (62 Monate)
- Die Abwertung des Dollar gegenüber dem Yen von April 1990 bis April 1995 (60 Monate)
- Die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar seit Januar 1999 (bisher 30 Monate).

Die für einen Devisenhändler bereits erwähnte Notwendigkeit, jene Heuristiken zu prognostizieren, die von den jeweils

anderen Marktteilnehmern angewendet werden, dürfte das den Verfügbarkeitsheuristiken unterliegende Trägheitsmoment noch verstärken. Diese wechselseitige Bedingtheit von Heuristiken kann mit dem Konzept eines »fokalen Punkts« (Schelling 1960) beschrieben werden. Dabei geht es darum, wie Menschen, die bei einer Entscheidung aufeinander angewiesen sind, aber nicht direkt miteinander kommunizieren können, eine richtige Entscheidung finden können. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Entscheidung, in welche Kneipe ich abends gehe, um möglichst viele Bekannte und Freunde zu treffen. Die »in-Kneipe« fungiert dabei als ein fokaler Punkt. Mit anderen Worten: Fokale Punkte sind Heuristiken, deren Wert davon bestimmt wird, dass sie nicht nur von einem einzelnen Menschen, sondern von einer ganzen Gruppe von Menschen angewendet werden.

Die zu beobachtenden langen Wellen von Auf- und Abwertungen legen es nahe, dass sich an den Devisenmärkten offensichtlich immer wieder die allgemeine Konvention durchsetzt, eine bestimmte Währung als »schwach« oder »stark« einzustufen. Eine auf diese Weise etablierte allgemein vorherrschende Erwartung eines Kurstrends wirkt dann als ein Rahmen (»framing«)² für die laufende Verarbeitung von Informationen. Konkret bedeutet dies, dass für die Interpretation von Daten jene Modelle herangezogen werden, die dabei eine mit fokalem Punkt kompatible Entwicklung generieren.³ Dies erklärt, wieso der Euro-Dollar Kurs in den beiden letzten Jahren vor allem mit dem Wachstumsunterschied zwischen den Vereinigten Staaten und Euroland »erklärt« wurde, während beispielsweise die deutlich höhere Inflationsrate und das enorme Leistungsbilanzdefizit in den Vereinigten Staaten völlig unberücksichtigt blieb. Die Stärke des »Framing« zeigt sich daran, dass solche Erklärungen aufgeben werden, wenn sie nicht mehr in den allgemeinen Rahmen passen. So hat sich die Umkehr des Wachstumsdifferentials bisher in keiner Weise positiv auf den Euro auswirken können.

Langanhaltende Abwertungsphasen



Alles in allem scheint der Euro also darunter zu leiden, dass sich bei seiner Einführung im Januar 1999 eine für ihn negative Konvention etabliert hat. Dies lässt sich mit den Kategorien der »Behavioral Finance« leicht erklären. Wie schon erwähnt, bewirkt die Orientierung an Verfügbarkeitsheuristiken eine skeptische Grundhaltung gegenüber Neuem. Für den Euro stellte sich also Anfang 1999 das Problem, dass die Marktteilneh-

² Siehe dazu die Begründer der Behavioral Finance, Kahneman und Tversky (1984).

³ Siehe dazu auch deGrauwe (2000, S. 19): »Changes in the exchange rate »anchor« beliefs of market participants lead them to a selection of news about the fundamentals (present and future) that is consistent with the observed fundamentals.«

mer über keinerlei Erfahrungen aus der Vergangenheit verfügten. Es gab insbesondere keinerlei Kurstrends, die man hätte fortschreiben können. Belastet wurde die neue Währung auch durch den negativen Ankereffekt der deutschen Währungsunion von 1990. Zahlreiche Beobachter waren fälschlicherweise der Auffassung, dass die Euro-Einführung ähnlichen Mustern folge wie die damalige Ausweitung der D-Mark auf das Gebiet eines bisher sozialistisch organisierten Wirtschaftsraums. Da der Euro Anfang 1999 zudem auch noch nicht im Umlauf war, wirkte er für alle Beteiligten wie eine fremde Währung, was mit einem negativen »home country bias« umschrieben werden kann.

So wie sich dies damals nachteilig auswirkte, kann nun die Bargeldeinführung zum Vorteil des Euro ausschlagen. Aus der Sicht der »Behavioral Finance« wird so ein »home country bias« geschaffen, der ein höheres Maß an Vertrautheit bewirkt, was für sich genommen einen positiven Effekt auf den Euro-Kurs haben müsste. In Anbetracht des Beharrungsvermögens von Konventionen ist es jedoch fraglich, ob dies allein für eine Trendumkehr ausreichen wird. Die Tatsache, dass sich der Euro gegenüber dem Dollar seit einem Jahr relativ stabil erwiesen hat, deutet jedoch darauf hin, dass sich diese Konvention bereits abzuschwächen scheint.

Literatur

- De Grauwe, P. (2000), Exchange Rates in Search of Fundamentals: The Case of the Euro-Dollar Rate, CEPR Discussion Papers, No. 2575, London.
- Edwards, W. (1968), Conservatism in Human Information Processing, in: B. Kleinmütz (Hrsg.), *Formal Presentation of Human Judgement*, New York.
- Frankel, J. und A. Rose (1995), Empirical Research on Nominal Exchange Rates, in: R.W. Jones (Hrsg.), *Handbook of International Economics*, S. 1243–2107
- Gigerenzer G. und G. Todd (1999), *Simple Heuristics That Make Us Smart*, Oxford University Press.
- Kahneman, D. und A. Tversky (1984), Choices, Values, and Frames, *American Psychologist*, S. 341–351.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London.
- Schelling, T. (1960), *The Strategy of Conflict*, Harvard University Press.
- Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press.
- Sinn, H. W. und F. Westermann (2001), *Why Has the Euro Been Falling? An Investigation into the Determinants of the Exchange Rate*, CESifo Working Paper No. 493.
- Strack, F. und R. Deutsch, R. (2001), Urteilsheuristiken, erscheint in D. Frey und M. Irie (Hrsg.), *Theorien der Sozialpsychologie*. Band III: Motivations- und Informations- verarbeitungstheorien. Zweite Auflage. Bern: Huber.



Prof. Dr. Renate Ohr*

Euro-Bargeld – nur ein kleiner Schritt auf dem Weg zum »Euroland«

In der Diskussion um die Einführung der Europäischen Währungsunion prophezeiten die Euro-Befürworter seinerzeit einen Euro »so hart wie die D-Mark«. Die Kritiker dagegen betonten, dass die Stärke einer Währung nicht einfach auf eine andere übertragbar sei und es eine Reihe von Risiken für die erhoffte anhaltende Stabilität der geplanten Gemeinschaftswährung gäbe. Die ersten zweieinhalb Jahre seit dem Startschuss für die neue Währung scheinen den Kritikern Recht zu geben: Der Euro hat eine massive Abwertung von mehr als 30% erfahren und bleibt auf niedrigem Niveau. Die Europäische Zentralbank hat in den ersten zwei Jahren sieben Mal die Zinsen erhöht und sogar mit Stützungskäufen versucht, den Euro zu stabilisieren. Jetzt sollen statt dessen Zinssenkungen helfen.

Was ist falsch gelaufen? Wird der Euro von den Märkten falsch bewertet, oder ist er ein unreifes Produkt, das nur mit Abschlag am Markt verkauft werden kann? Wurden falsche Erwartungen geweckt, deren Nichterfüllung zu einem Vertrauensverlust gegenüber der neuen Währung führten? Und wenn ja, kann die Bargeld-Einführung nun den ersehnten Vertrauensschub bewirken? Oder sind andere Faktoren für den Wertverlust des Euro verantwortlich?

Zur Stabilität einer Währung

Die bisher genannten Fakten bezogen sich allein auf den Außenwert des Euro. Stabilität und Qualität einer Währung dokumentieren sich jedoch in zwei Phänomenen: Zunächst im Grad der Binnenstabilität, d.h. in der Kaufkraft gegenüber

* Prof. Dr. Renate Ohr ist Inhaberin des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftspolitik an der Georg-August-Universität Göttingen.

inländischen Gütern und Dienstleistungen, und erst in zweiter Hinsicht in der Stärke des Austauschverhältnisses gegenüber anderen Währungen. Zumindest langfristig sind Binnenstabilität und Außenstabilität natürlich nicht unabhängig voneinander, da eine Währung mit im internationalen Vergleich niedriger Inflationsrate auch als Anlagewährung attraktiv ist, wodurch der Außenwert ebenfalls stabilisiert wird. Eine Währung mit hoher Binnenstabilität hat daher in der Regel mittel- und langfristig eine Aufwertungstendenz. Dies kann sich jedoch anders verhalten, wenn keine großen internationalen Inflationsunterschiede mehr vorliegen. Dann werden sich andere Einflussfaktoren auf die Wechselkursentwicklung durchsetzen, die vor allem von den Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige allgemeine Wirtschaftsentwicklung geprägt sind, wobei die Wachstumsrate des BIP, die Produktivitätsentwicklung, die Beschäftigungssituation, Leistungsbilanz und Staatshaushalt zumeist die relevanten Anhaltspunkte sind. Aber – wie die Ansätze der Behavioural Finance zeigen – spielt auch die Psychologie eine entscheidende Rolle.

Der Euro weist bisher noch eine relativ hohe Binnenstabilität auf. Dass sich dies nicht auf den Außenwert ausgewirkt hat, liegt u.a. daran, dass zur Zeit eine niedrige Inflationsrate weltweit keine außergewöhnliche Leistung ist. Zudem zeigt sich gegenüber dem Zeitpunkt der Einführung des Euro mittlerweile doch schon eine deutlich höhere Inflationstoleranz und -akzeptanz. Während der harmonisierte Verbraucherpreisindex der Währungsunionländer im Jahresdurchschnitt 1998 um 1,1% stieg, beträgt die jährliche Preissteigerungsrate derzeit mehr als 2,7% (bei einem von der Europäische Zentralbank angestrebten Höchstwert von 2%). Das Spektrum der Inflationsraten reicht darüber hinaus heute von 1,4% in Frankreich bis 4,9% in Portugal und den Niederlanden.

Gefahren für die Binnenstabilität

Im Vorfeld der Diskussion um die Währungsunion gab es eine Vielzahl von Schätzungen über die zu erwartenden Kosten und Einsparungen durch die gemeinsame Währung. Sowohl die Prognosen für die Umstellungskosten als auch die für die späteren Einsparungen und übrigen preisensenkenden Effekte waren allerdings oftmals überzeichnet. Bei den Umstellungskosten sind reeller Weise z.B. Mitnahmeeffekte, vorgezogene Investitionen oder Einsparungen durch Rationalisierungen abzuziehen. Bei den Kosteneinsparungen steht dagegen z.B. die vielfach versprochene Verringerung der Bankgebühren bei internationalen Überweisungen immer noch aus; und viele preisdämpfende Entwicklungen (economies of scale durch größere Absatzmärkte, stärkerer Wettbewerbsdruck) sind eher der Realisierung des Binnenmarktes und nicht dem Euro zuzurechnen.¹

Falls durch die Euro-Bargeld-Einführung nun Preissteigerungen induziert werden, könnte dies die Stabilität des Euro von innen weiter aushöhlen. Wie groß ist diese Gefahr? Im Zusammenhang mit der notwendigen neuen Preisgestaltung (neue Signal- und Schwellenpreise) ist eine gewisse Überwälzung von Kosten auf die Verbraucherpreise realistischerweise nicht auszuschließen. Ob der Wettbewerb zwischen den Anbietern dies verhindern wird, erscheint mir mehr als fraglich. Im Falle solcher Preissteigerungen kommt es nun wesentlich darauf an, dass diese Impulse nicht über eine Preis-Lohn-Spirale einen Inflationsprozess in Gang setzen. Zur Vermeidung einer solchen Entwicklung ist nicht nur die Europäische Zentralbank gefordert, sondern auch die Tarifparteien.

Ursachen mangelnder Außenstabilität

Wenn es nach den aktuellen Fundamentaldaten ginge, müsste der Euro in seinem Außenwert (im Verhältnis zum Dollar) heute mindestens zehn bis fünfzehn Cents teurer sein, als er tatsächlich ist: Mittlerweile haben die USA keinen Wachstumsvorsprung mehr. Die Federal Reserve hat ihre Zinsen aggressiv gesenkt, so dass die amerikanischen Realzinsen heute schon erheblich niedriger sind als die europäischen. Die Preissteigerung ist in der Europäischen Währungsunion trotz der Euro-Abwertung immer noch um einen Prozentpunkt geringer als in den USA. Die öffentlichen Defizite weisen noch keine Überschüsse wie in den USA auf, aber sie liegen inzwischen in der Währungsunion durchschnittlich unter 1%. Schließlich ist die Leistungsbilanz des Euro-Währungsraums mehr oder weniger ausgeglichen – verglichen mit einem Rekord-Fehlbetrag in den USA. Insgesamt wird hieraus in der Regel geschlossen, dass der Euro nach Maßgabe dieser Fundamentaldaten klar unterbewertet sei.

Doch in der heutigen Zeit spielen zumeist nicht die aktuellen Fundamentaldaten die entscheidende Rolle, sondern die Erwartungen über die künftige Entwicklung – sie sind ausschlaggebend für die Kapitalanlageentscheidung der Investoren. So wurde für die Euroschwäche gegenüber dem Dollar ja oftmals auch die new economy angeführt, die in den USA hohe Produktivitäts- und Wachstumsraten hervorgerufen hatte und infolgedessen bis vor einigen Monaten auch weiterhin positive Wachstums-Erwartungen schürte. Selbst das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA erschien daher nicht

¹ Leider werden aber diesbezüglich trotzdem immer wieder Zahlen ohne jeglichen realen Hintergrund in die Welt gesetzt, wie diese, dass die deutsche Wirtschaft mit dem Euro rund 40 Milliarden D-Mark an Kosten einsparen werde (Randzio-Plath, EU-Parlament). Solche faktisch nicht zu realisierenden Versprechungen stützen den Euro nicht, sondern untergraben erneut das Vertrauen in die neue Währung, insbesondere wenn sich rasch zeigt, dass zunächst einmal sogar mehr Kosten und nicht weniger Kosten auf die Unternehmen und die Verbraucher zukommen.

als Zeichen wirtschaftlicher Schwäche, sondern als Ausdruck ökonomischer Attraktivität Amerikas, da es nach wie vor problemlos über nachhaltige Kapitalzuflüsse finanziert wurde.

Viele Devisenhändler erwarten nun, dass sich die US-Wirtschaft aufgrund der Zinssenkungen und der geplanten Steuererleichterungen schon bald wieder erholen werde. Zudem scheint sich die Befürchtung zu bewahrheiten, dass Europa von der weltwirtschaftlichen Abschwächung mitgezogen wird. Die Wachstumsprognosen werden schließlich sukzessive nach unten korrigiert. Hierfür werden u.a. auch die anhaltenden strukturellen Schwächen in vielen Ländern der Europäischen Währungsunion verantwortlich gemacht. So ist es der Politik hier – trotz einiger positiver Ansätze – noch nicht nachweislich gelungen, vorhandene strukturelle Hemmnisse, wie Überregulierung, hohe Abgabenbelastung, mangelnde langfristige Absicherung der Altersvorsorge und Inflexibilität der Arbeitsmärkte sichtbar in den Griff zu bekommen. Die Folge sind eine im Vergleich mit den USA etwa doppelt so hohe Arbeitslosigkeit, ein um etwa 50% höherer Staatsanteil und die Tendenz zu einer wieder erhöhten Defizitbereitschaft.

Das mangelnde Vertrauen in die Problemlösungsfähigkeit der Wirtschaftspolitik im Währungsraum spiegelt sich gerade bei einer jungen Währung schnell im mangelnden Vertrauen gegenüber dieser Währung. Schließlich repräsentiert eine Währung letztlich die Wirtschaftskraft und die wirtschaftliche Stabilität des dahinter stehenden Wirtschaftsraums. Die fehlende Reformbereitschaft – und zwar nicht bei den vielgeschmähten früheren Schwachwährungsländern Portugal, Spanien oder Irland, sondern gerade bei den großen Ländern – setzt daher den Euro anhaltend unter Druck, unabhängig auch davon, wie stabilitätsorientiert die Europäische Zentralbank agiert. Die Euro-Bargeld-Einführung wird an dieser Einschätzung nichts Signifikantes ändern können.

Euro – Währung eines virtuellen Eurolands

Der Euro wird zudem anders betrachtet als andere Währungen. Er hat nach wie vor eine Sonderstellung, da er eine junge Währung ohne Vergangenheit ist. Hinzu kommt, dass hinter ihm keine politische Union und nur eine begrenzte wirtschaftliche Union steht. Große Teile der Bevölkerung misstrauen daher dem Euro. Warum sollte plötzlich eine gemeinsame Geldpolitik gut funktionieren, wenn in anderen Politikbereichen zumeist nationale Egoisten und unterschiedliche Zielsetzungen dominieren?

Mittlerweile wird zwar immer wieder der Begriff »Euroland« verwendet, um den Währungsraum des Euro zu kennzeichnen. Damit soll unterschwellig vermittelt werden, es

handele sich dabei um einen wirtschaftlich und politisch relativ homogenen – einer nationalen Volkswirtschaft ähnlichen – Währungsraum. Doch dieses Euroland existiert in diesem Sinne nicht. Es ist ein »virtuelles« Euroland, das nach außen aber nicht als homogene Einheit wahrgenommen wird, sondern nach wie vor als Gruppe verschiedener Länder mit divergierender Wirtschaftspolitik und ökonomischer Performance. Eine Währung ohne einen Währungsraum, der auch anhand anderer gemeinsamer ökonomischer und politischer Faktoren eindeutig identifizierbar ist, wird immer eigene Identifikationsprobleme haben. Dies beeinflusst natürlich das Anlageverhalten der Investoren und bewirkt, dass das internationale Kapital mißtrauisch bleibt.

Bezieht man dies nun in die Analyse des Eurokurses ein, so könnte man schließen, dass von dem fundamental gerechtfertigten Wert des Euro ein Abschlag von 10 bis 20% für die zuletzt genannten Faktoren gerechtfertigt ist. Der derzeitige Eurokurs wäre damit erklärbar und auch für die nähere Zukunft ein guter Prognosewert.

In Hinblick auf diese psychologischen Einflüsse auf den Devisenmärkten, die den Euro schwächen, könnte nun allerdings die Einführung des Euro-Bargeldes eine gewisse positive Wirkung zeigen. Den Wirtschaftssubjekten wird zum einen die Unumkehrbarkeit der Europäischen Währungsunion deutlich, und zum anderen wird die Identifikation mit der gemeinsamen Währung gefördert. Gelingt es weiterhin, die Preissteigerungsrate wieder unter den Normwert von 2% zu drücken und zu dokumentieren, dass gewisse strukturelle Reformen in Angriff genommen werden, so kann die Euro-Bargeld-Einführung zu einem kleinen Vertrauensschub führen. Entscheidend wird jedoch auch weiterhin die künftig erwartete wirtschaftliche Performance im sog. Euroland sein. Wird die Binnenstabilität weiterhin gewahrt werden, auch wenn weltweit ein Umschwung in den Inflationserwartungen entsteht und der Inflationstrend wieder zunimmt? Wird die Europäische Zentralbank ihr prioritäres Ziel der Preisstabilisierung weiterverfolgen, auch wenn die Volkswirtschaften des Euro-Währungsraums in eine starke konjunkturelle Abschwächung gleiten? Wie flexibel sind die ökonomischen Strukturen und Anpassungsmechanismen in den Volkswirtschaften des Euro-Raums? Gibt es überhaupt ein nach Zielsetzungen, wirtschaftlicher Entwicklung und politischer Vertretung eindeutig abgrenzbares und identifizierbares Euroland im Hintergrund des Euro?

Die Psychologie bestimmt die Märkte: Erst das Vertrauen in die Existenz eines faktischen sowie wirtschaftlich dynamischen und stabilen Eurolands wird den Euro nachhaltig stärken.



Dr. Michael Hüther*

Bedeutung der Bargeldeinführung für den Euro-Wechselkurs

Die anhaltende Euro-Schwäche hat viele Versuche der Deutung nach sich gezogen. Dies ist verständlich angesichts einer Bewertung, bei der herkömmliche Erklärungsmodelle wie die Kaufkraftparitätentheorie oder die Zinsparitätentheorie versagen, und das bereits seit über zwei Jahren. Unter diesen Erklärungsansätzen ist auch die These zu finden, dass die Bargeldumstellung Anfang 2002 den Außenwert des Euro beeinflusst. Dies ist zumindest ein unkonventioneller Erklärungsversuch, da in keinem der monetären Erklärungen des Wechselkurses unterschiedliche Geldformen eine Rolle spielen.

Über die Bedeutung des Bargeldes für den Euro-Wechselkurs wird in verschiedener Weise spekuliert. Es gibt zunächst die These, dass im Ausland umlaufendes Bargeld der Euro-Mitgliedstaaten wegen Unsicherheiten im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung oder wegen der bestehenden Geldwäschebestimmungen in andere Währungen umgetauscht werde. Das im Ausland umlaufende Bargeldvolumen ist hoch: Allein die DM-Noten in ausländischen Händen werden auf knapp 60 Mrd EUR geschätzt. Als wichtigste Reservewährung vor dem Beginn der Währungsunion war die D-Mark insbesondere in Osteuropa sehr gefragt. Es spricht einiges dafür, dass über die gesamte zweite Hälfte der neunziger Jahre bereits ein stetiger Rückstrom von Bargeld aus dem Ausland bestanden hat. Der Aufbau eigener funktionierender Währungen in den osteuropäischen Transformationsländern hat die ehemalige Parallelwährung zunehmend überflüssig gemacht. Der Rückfluss in das deutsche Zentralbankensystem ist beispielsweise ein Grund für die sehr geringen Zuwächse beim Bargeldbestand in Deutschland seit dem Jahre 1996. In Euroland hat sich diese Entwick-

lung fortgesetzt. Im Jahr 2000 ist der Bargeldbestand nur um 3,9% gestiegen. Im April dieses Jahres lag das Bargeldvolumen mit etwa 335 Mrd. EUR sogar um 0,8% unter dem Vorjahresstand. Zwar ist nicht eindeutig feststellbar, woraus diese schleppende Entwicklung resultiert. Anekdotische Evidenz aus den Zahlungsverkehrsdaten der Deutschen Bundesbank belegt jedoch, dass ein verstärkter Rückfluss von DM-Bargeld aus dem Ausland zu verzeichnen ist. Man kann durchaus von einer internationalen Portfolio-Bereinigung im Zahlungsmittelbereich zulasten des Euro sprechen. Allerdings ist hiermit nicht gesagt, ob diese zugunsten des US-Dollar geht. Sehr wahrscheinlich werden DM-Bargeld-Bestände auch in andere osteuropäische Noten umgetauscht, nachdem die Währungen in den Transformationsländern mittlerweile stabil geworden sind. Die Effekte auf die Euro-Dollar-Relation sind vermutlich sehr gering. Hier auf nach erfolgter Bargeldumstellung Hoffnungen auf eine Erholung des Euro-Kurses zu setzen, ist angesichts der an den Devisenmärkten täglich umgesetzten Volumina illusorisch.

Zum anderen wird argumentiert, dass die Einführung des Euro-Bargelds der Währung einen Vertrauensschub bringt. Auch diese Begründung für einen stärkeren Euro ist wenig schlüssig. Zwar ist wahrscheinlich für die meisten Bürger der Euro tatsächlich erst da, wenn er physisch in den Geldbörsen auftaucht. Wie sich hieraus jedoch eine stärkere Nachfrage für die europäische Gemeinschaftswährung ergeben soll, ist nicht nachvollziehbar. Wie Meinungsumfragen zu entnehmen ist, steht in vielen Ländern – insbesondere in Deutschland – eine nicht geringe Anzahl von Bürgern der neuen Währung noch skeptisch gegenüber. Wenn man annimmt, dass viele den Euro erst mit der Einführung des Bargeldes kommen sehen, dann führt das Herannahen des Umtauschtermins eher noch zu Fluchtbewegungen skeptischer Privatanleger aus dem Euro heraus. Auch in großen Teilen der heimischen Bevölkerung muss der Euro sich seinen Ruf erst erkämpfen. Dies wird noch eine Weile dauern.

Institutionelle Anleger haben ohnehin eine andere Perspektive, hier schieben sich für die Währungsallokation Ertragsgesichtspunkte in den Vordergrund. Nach dem die Erwartungen, die Euro-Zone könne sich den Folgen der Anpassungskrise in den Vereinigten Staaten entziehen, in der ersten Hälfte dieses Jahres zerstoßen sind, hat dies den Euro belastet und erneut unter Abwertungsdruck gesetzt. Die Märkte sehen mittlerweile auch auf mittlere Sicht kaum Chancen dafür, dass Europa die Vereinigten Staaten beim Wachstum dauerhaft überrunden könnte. Vor allem der in der Euro-Zone unverändert bestehende Nachholbedarf bei Reformen im Bereich der sozialen Sicherung und bei der Flexibilisierung des Arbeitsmarktes sowie der Lohnverhandlungssysteme wird dafür verantwortlich gemacht. Die Ertragsersparungen für die Euro-

* Dr. Michael Hüther ist Chefvolkswirt der DGZ-DekaBank.

Zone bleiben damit weiterhin weniger günstig als die für die Vereinigten Staaten. Diese Einschätzung wird sich auch nicht ändern, nur weil plötzlich einheitliche Geldscheine und Münzen in den 12 Mitgliedstaaten umlaufen. Für internationale Anleger zählen nur wirtschaftspolitische Reformen, die glaubhaft eine höhere realwirtschaftliche Dynamik und damit verbesserten Gewinnaussichten versprechen.

Die ersten drei Jahre Euro haben gezeigt, dass die neue Währung kein Selbstläufer ist. Dies steht im Gegensatz zu vielen überzogenen Erwartungen an die durch die monetäre Integration freisetzbaren Wachstumskräfte, die im Vorfeld der Währungsunion aufkeimten. Institutionelle Unwägbarkeiten, wie die künftige Besetzung des Zentralbankrates, die Erweiterung der Europäischen Union und schließlich auch beim technischen Herkulesakt der Bargeldeinführung werden das Image der Währung auch in naher Zukunft belasten. Erst mit der Zeit – d.h. mit weiterem Reputationsaufbau der Europäischen Zentralbank und einer Erreichung der Inflationsnorm – wird sich herausstellen, dass der Euro eine vertrauenswürdige Währung in einem Wirtschaftsraum ist, in dem noch enorme realwirtschaftliche Potenziale zu heben sind. Dann wird man aber schon so lange mit dem neuen Euro-Bargeld bezahlt haben, dass die ersten Euro-Noten bereits längst wieder aus dem Verkehr gezogen worden sind. Kurzfristig kann die Bargeldeinführung allein durch das technische Gelingen bestehendes Vertrauen stabilisieren.



Wolfgang Filc*

Hypothesen zur Schwäche des Euro

Eines scheint geklärt zu sein: Der Euro ist unterbewertet, gegenüber dem US-Dollar deutlich, in geringerem Ausmaß gegenüber Pfund Sterling und Yen. Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, der Internationale Währungsfonds, die OECD und nun auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in ihrem Jahresbericht vom Juni 2001 sind sich hierin einig. Vor dem Hintergrund eines jeden ökonomischen und theoriegestützten Maßstabs lassen sich Unterbewertungen des Euro gegenüber dem US-Dollar in einer Spannweite von 15 bis 35% ermitteln.

Nach einer stetigen Talfahrt des Euro seit seiner Einführung wurde im Oktober 2000 mit einem Wert von 82 US-Cent der Tiefpunkt erreicht. Kurzzeitige Interventionen, begleitet vom Kommentar des amerikanischen Finanzministers, die USA seien an einem weiterhin starken Dollar interessiert, vermochten den Trend nur kurzfristig aufzuhalten. Seit einigen Wochen nähert sich der Eurokurs wiederum diesem Tiefstand gegenüber dem Dollar. Was also ist los mit dem Euro?

An spekulativen Auktionsmärkten machen Meldungen die Kurse, jedenfalls auf kurze und mittlere Frist. Und wie immer die Nachrichten ausfallen, sie sind schlecht für den Euro. Wird das US-Wachstum stärker als erwartet ausgewiesen, so ist das schlecht für den Euro. Bricht das Wachstum jenseits des Atlantiks ein, so ist das um so schlechter für den Euro. Hält die EZB die Zinsen fest: schlecht für den Euro. Senkt die EZB aber ihren Hauptrefinanzierungssatz, weil Nachrechnungen zur Korrektur des Geldmengenwachstums führten, so schwächt das den Euro, weil Zinssenkungen der EZB angeblich ihre Reputation und Glaub-

* Prof. Dr. Wolfgang Filc ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre Schwerpunkt Geld, Kredit, Währung an der Universität Trier.

würdigkeit untergraben. Fällt der ifo-Index, so ist das natürlich eine schlechte Nachricht für den Euro. Leicht vorstellbar, was passiert wäre, wäre der Index überraschend gestiegen, weil dann Zinssenkungen der EZB, die der Konjunktur vielleicht auf die Sprünge helfen könnten, nicht mehr absehbar gewesen wären.

Ökonomische Erklärungsansätze

Kurz: Jeder kann gegenwärtig die Antwort finden, die er gerne hätte, um das Unerklärliche zu deuten. Nein, die Bewertung der großen Währungen der Welt – US-Dollar, Euro und Yen – bewegen sich wieder einmal in völlig irrationalen Bahnen. Die Mehrheit der Zunft der Ökonomen wird diesem Verdikt wenig Positives abgewinnen können. Denn Ökonomen müssen mit dem Anspruch auftreten, wirtschaftliche Daten in einen ursächlichen Zusammenhang zu bringen. Auch deshalb sind die Hypothesen über die Ursachen der ausgeprägten und anhaltenden Schwäche des Euro Legion. Sie lassen sich in zwei Kategorien einteilen: Strukturprobleme und makroökonomische Defizite in der Eurozone, vor allem seinem ökonomischen Schwergewicht, Deutschland. Konkret und in chronologischer Reihenfolge wurden als Strukturprobleme genannt: Bundesfinanzminister Lafontaine, Finanzierung der Rentenversicherung, Industriepolitik und Holzmann AG, Widerstand gegen Folgen der Globalisierung, ausgedrückt vom Kampf gegen die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone, Zwei-Säulen-Strategie der EZB. Der eine ist gegangen, die Finanzierung der Renten ist auf neuen Kurs gebracht worden, die Beihilfen für Holzmann werden in Brüssel gebilligt, die geldpolitische Strategie der EZB findet zunehmende Zustimmung. Die einzelwirtschaftlichen Hypothesen kommen und gehen, geblieben ist der schwache Euro.

Auch die makroökonomischen Hypothesen zur Deutung des Verfalls des Außenwerts des Euro stehen auf tönernen Füßen. Zunächst wurde der erhebliche Wachstumsvorsprung der USA hierfür verantwortlich gemacht. Zwar gibt es hierfür keinen theoretischen Ansatz, aber was heißt das schon, wenn das Ergebnis plausibel und leicht nachvollziehbar ist. Und wen schert es, daß der Euro auch gegenüber dem Yen schwächelt, obgleich Japan seit Anfang der neunziger Jahre nicht aus der Stagnation herausfindet. Muß denn wirklich eine Konzeption in gleicher Weise für drei Währungsräume gelten? Aber mit der Umkehrung des Wachstumsgefälles zwischen der Eurozone und den USA wendete sich der Trend an den Devisenmärkten nicht. Im Gegenteil, das war wieder eine schlechte Nachricht für den Euro, vielleicht deshalb, weil die Wachstumsperspektiven der Länder der Eurozone unterschiedlich sind, möglicherweise auch, weil das Wirtschaftswachstum in Euroland nun geringer einge-

schätzt wird als noch zu Jahresbeginn. Nichts wird ausgelassen, um das Unerklärliche zu rationalisieren.

Hierzu zählen auch Renditeunterschiede aus Finanzanlagen oder Investition in Sachkapital hier und dort. Sofern international aktive Anleger die wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren der Länder beachten, sollten sie sich an inflationsbereinigten Renditen orientieren, mithin am Realzinsgefälle. Danach glänzt Euroland bereits seit Ende 1998 mit Renditen, die jene der USA übertreffen. Und seit dem Frühjahr des laufenden Jahres schlagen auch die nominalen Renditen einer Anlage in langfristigen Anleihen der Länder der Eurozone jene der USA. Für den Eurokurs gegenüber dem Dollar war das kein Momentum für eine Trendwende. Warum nicht? Weil die Kursentwicklung an den Devisenmärkten kaum noch etwas mit gegenwärtigen oder absehbaren ökonomischen Fundamentaldaten verbindet, denen in Lehrbüchern Dominanz zugesprochen wird: Unterschiede der Inflationsraten, Zinsdifferenzen, Leistungsbilanzsalden und Produktivitätsunterschiede haben an Gewicht für die trendmäßige Kursentwicklung an den Devisenmärkten verloren. Nichts blieb über, was die Theorie anbieten könnte, um die Kursentwicklung des Euro in den vergangenen zweieinhalb Jahren zu beschreiben. Offenbar ist es so, daß die dem freien Spiel der Kräfte an den Märkten überlassenen Wechselkurse über Jahre hinweg Kursverläufe erzeugen, die nichts mit den wirtschaftlichen Entwicklungen in Währungsräumen zu tun haben.

Da kommt es gerade recht, daß seit November 2000 eine von München aus in die Welt gesetzte neue Erklärung des Wechselkursrätsels kursiert, die des vorzeitigen Umtauschs von außerhalb der Europäischen Währungsunion umlaufenden Banknoten der Zentralbanken der Eurozone in US-Dollar. Diese These macht ebenso viel Sinn wie viele andere strukturelle Hypothesen zur Klärung der Schwäche des Euro. In einigen Ländern des ehemaligen Jugoslawiens, in denen die D-Mark als Parallelwährung oder alleiniges Zahlungsmittel verwendet wird, müßte die Wirtschaft kollabieren, wäre die Konversion von DM in US-Dollar ein zu beachtendes Thema. Zudem: Die Bundesbank schätzt den Umlauf von deutschen Banknoten im Ausland auf 60 bis 80 Mrd. DM. Bei dem täglichen Umsatz am Devisenmarkt von 1,8 Bill. US-Dollar würde auch ein schlagartiger Umtausch eines Großteils dieser DM-Bestände in andere Währungen den Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar vielleicht in der dritten Nachkommastelle beeinflussen. Seine Abwertung um 20 bis 30% gegenüber Dollar oder Yen ist damit gewiß nicht zu erklären.

Es mag sein, daß sich der Eurokurs irgendwann im nächsten Jahr nach dem Ersatz nationaler Zahlungsmittel in der Eurozone durch die Gemeinschaftswährung festigt, der Euro gar zu einem Aufschwung ansetzt. Aber auch das wäre

kein Indiz für diese Münchener Interpretation. Alles ist möglich. Die Wechselkurse können emporschießen oder abrupt absacken, was immer auch Strukturdaten oder makroökonomische Größen anzeigen.

Preisentwicklung an spekulativen Auktionsmärkten

Es ist zu konstatieren, daß sich die Preis- und Kursentwicklung an spekulativen Auktionsmärkten einer Deutung auf der Grundlage allgemein akzeptierter ökonomischer Paradigmen zunehmend entzieht. Für den Aktienmarkt wird das auch so gesehen, zumindest seit einem Jahr. Die Entwicklung von Aktienkursen von Unternehmen der »New Economy«, in Deutschland notiert am »Neuen Markt«, in den USA an der NASDAQ, bieten hierfür reichhaltiges Anschauungsmaterial. Spekulative Auktionsmärkte können geprägt sein von Exzessen und Manien, häufig werden grundlegende ökonomische Zusammenhänge zur fairen Bewertung von Vermögenstiteln mißachtet, es kommt zu spekulativen Blasen, die irgendwann einmal platzen. Deshalb ist es bemerkenswert, wie sich angesichts klarer Anzeichen für eine Vielzahl von Ineffizienzen an Aktienmärkten der Glaube erhalten konnte, ausgerechnet Wechselkurse seien ein verlässlicher Seismograph für wirtschaftliche Fehlentwicklungen – strukturelle oder makroökonomische – die es nur auszumerzen gilt, um die Wechselkurse zu stabilisieren, um einen Aufschwung einzuleiten. Erzeugen Wechselkursänderungen aber falsche Signale, so werden neue Fehlentwicklungen erzeugt, verläßt sich die Wirtschaftspolitik hierauf.

Bis Anfang der siebziger Jahre wurden die Umsätze an den Devisenmärkten von Finanzierungserfordernissen des internationalen Handels mit Gütern und Finanztiteln bestimmt. Damals konnten Devisenkursänderungen in der Regel als Reflex ökonomischer Fundamentalfaktoren angesehen werden. Derzeit jedoch ergeben sich nur noch 2% der Umsätze am Devisenmarkt aus dem internationalen Güteraustausch, 35% sind verbunden mit dem Handel von Finanztiteln, mehr als 60% stellen Deviseneigenhandel der Finanzinstitute dar. Anreiz hierfür ist es, aus kurzfristigen Wechselkursänderungen Gewinne zu erzielen. Dabei geht der Erwartungshorizont der Devisenhändler selten über einen Tag hinaus. Fundamentalfaktoren sind bei der Bildung ihrer Wechselkurserwartung meist belanglos, wichtiger ist der Meinungs-austausch, das Herausfinden, wie die Mehrheit Wechselkurswirkungen irgendwelcher Nachrichten oder Ereignisse bewerten wird, um dann zu handeln. Kaufen oder verkaufen ist die zu beantwortende Frage, nicht jene nach der angemessenen Bewertung einer Währung. Und weil Gewinne aus reinen Devisengeschäften allein bei Kursänderungen zu erzielen sind, schlägt die Stunde des Deviseneigenhandels bei ho-

her Volatilität an den Märkten. Setzt sich die lange Frist aus einem unendlichen Kontinuum extrem kurzer Fristen zusammen, die von den Devisenhändlern bestimmt werden, so werden von Gleichgewichtsmodellen für Wechselkurse formulierte Werte allein zufällig erreicht. Da kann es nicht verwundern, wenn Ökonomen versuchen, auch skurrile Wechselkursentwicklungen, die sich einer ökonomischen Deutung entziehen, zu erklären, immer auf der Suche nach der Rationalisierung des ökonomisch Un-erklärbaren.

Folgen falscher Wechselkurse

Devisenmärkte, wie Finanzmärkte allgemein, sollten eine für die Realwirtschaft dienende Funktion haben. Für den Devisenmarkt als Schaltstelle der Märkte verschiedener Währungsräume ist deshalb zu fordern, daß bei gegebenen Güterpreisen sowie Kursen und Renditen an Finanzmärkten eine optimale internationale Allokation erreicht wird. Diese Bedingung ist erfüllt, wenn bei ungefähr gleichem Wirtschaftswachstum Wechselkurstrends an internationalen Inflationsdifferenzen orientiert sind, die wiederum dem Zinsgefälle zwischen Währungsräumen annähernd entsprechen. Dann sind die realen Wechselkurse konstant, nominale Wechselkursänderungen gleichen Ertragsdifferenzen von Finanzaktiva aus, die Wechselkursentwicklung reflektiert Allokationsvorgänge auf internationaler Ebene. Das Kursspektakel an den Devisenmärkten der letzten Jahre zeigt, daß diese Bedingungen einer alloka-tionseffizienten Wechselkursentwicklung nur selten erfüllt sind. Immer wieder kam es zu erheblichen Fehlentwicklungen an Devisenmärkten, die Ursache wirtschaftlicher Verwerfungen, ja von Währungs- und Finanzkrisen wurden.

So erfuhr der japanische Yen innerhalb von drei Jahren bis 1996 eine reale Aufwertung gegenüber dem US-Dollar von 60%. Von dem dadurch verschärften Einbruch der Konjunktur hat sich Japan nicht erholt. Zudem legte das den Keim für Finanzkrisen vieler Länder in Fernost. Diese Krisenländer verzeichneten innerhalb von drei Jahren reale Aufwertungen ihrer Währungen in der Größenordnung von 20 bis 35%. Die Leistungsbilanzen passivierten sich, zunehmende Auslandsverschuldung wurde zu einer Überschuldung, der wirtschaftliche Kollaps war da.

Die Kursentwicklung des Euro wiederholt diese Deformationen. Der schwache Euro stützt in der Eurozone die Konjunktur, während die Leistungsbilanz der USA immer wieder neue Rekorddefizite aufweist. Das bereitet den Boden für protektionistische Tendenzen. In den USA stehen Lobbyisten der »Old Economy« im Vorzimmer des Finanzministers Schlange, um Maßnahmen zur Stimulierung des Exports und Dämpfung des Imports anzumahnen. Die BIZ hat

in ihrem jüngsten Jahresbericht eindringlich auf die Gefahren eines neuen Protektionismus hingewiesen. Es wird für internationale Kooperation plädiert, in der Wirtschaftspolitik, auch in der Währungspolitik. Allein binnenwirtschaftlich orientierte wirtschaftspolitische Maßnahmen erreichen im Zeitalter der Globalisierung weltweite Auswirkungen. Das zwingt zur Kooperation, sollen Fehlentwicklungen vermieden werden.

Robert A. Mundell, Nobelpreisträger der Wirtschaftswissenschaften des Jahres 1999, hatte bei der Verleihung der Auszeichnung ausgeführt: »One lesson, however, has yet to be learned. Flexible exchange rates are an unnecessary evil in a world where each country has achieved price stability«. ¹ So ist es: Bei annähernder Preisstabilität in den drei großen Währungsräumen der Welt, den USA, der Eurozone und Japan, werden Wechselkursausschläge von 20 oder 30% in die eine oder andere Richtung zur Quelle gesamtwirtschaftlicher Fehlentwicklungen. Wir brauchen stabilere Währungsrelationen in der Welt. Ohne Kooperation und Regeln für den Devisenmarkt ist dieses Ziel nicht zu erreichen.



Franco Reither*

Euro 2002: Bargeld als Stabilisator?

Es ist schon ein skurriles Bild, das sich dem Beobachter von Euroland derzeit bietet. Werbekolonnen ziehen durch die Lande, zahllose Konferenzen finden statt – das neue Geld kommt! Die bei diesen Veranstaltungen wohl am häufigsten gebrauchte Vokabel ist »Akzeptanz«, meist eingebunden in die bange Frage »werden die Bürger dem neuen Geld Akzeptanz entgegenbringen?«. Um diese Akzeptanz werben die Euro-Manager verzweifelt und mit ratlosem Blick auf die aktuellen Kursmeldungen vom Devisenmarkt. Es entsteht der Eindruck, mit der Einführung des Euro-Bargeldes werde die neue Währung einem Akzeptanz-Test unterworfen, der für die weitere Entwicklung des Euro-Wechselkurses von entscheidender Bedeutung sein würde. Fast im selben Atemzug folgen Spekulationen zur »Stabilität« des Euro und die Hoffnung, die Bargeldeinführung möge dem neuen Geld zu Stabilität zurückverhelfen. Noten und Münzen also als Frischzellenkur für eine durch und durch marode Währung?

Der nüchtern analysierende Ökonom reibt sich die Augen. Was ist von solchen Aktionen und Argumentationsketten zu halten? Wurde der Euro nicht schon am 1. Januar 1999 eingeführt? Sind nicht seitdem schon unsere Banknoten und Münzen Euro-Geld, nur in anderem Gewand? Und: Ist dieser Euro tatsächlich eine fundamental »schwache« Währung? Die Betrachtung dieser Punkte führt zwangsläufig zur Europäischen Zentralbank und zur Rolle der Geldpolitik. Insbesondere ist die Frage nach der geldpolitischen Verantwortlichkeit für den Wechselkurs des Euro zu klären.

Zweifellos spiegelt sich bei freiem Kapitalverkehr im Devisenmarktkurs die weltweite Gesamtbewertung eines Währungsraumes im Vergleich zu einem zweiten Währungsraum

¹ Mundell, R.A., A Reconsideration of the Twentieth Century, in: American Economic Review, Vol. 90, No. 3, June 2000, S. 338.

* Prof. Dr. Franco Reither ist Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Volkswirtschaft an der Universität der Bundeswehr Hamburg.

wider. In diese Gesamtbewertung gehen Erfahrungen aus der Vergangenheit, die Gegenwart und die erwartete Zukunft zu allen ökonomisch relevanten Politikbereichen ein. In diesem Sinne kommt im Wechselkurs »abdiskontierte Zukunft« zum Ausdruck. Die Geldpolitik ist darin nur eine, und vielleicht nicht einmal die wichtigste Komponente. Die absolute Höhe des Wechselkurses besagt aber nichts über die »Stärke« einer Währung. Ebenso wenig ist die Entwicklung des Wechselkurses im Zeitablauf für sich genommen geeignet, Urteile zur Qualität der Währung zu begründen. Vielmehr ist eine umfassende Analyse erforderlich, in die erstens die Kapitalmarktzinsen eingehen müßten, daneben aber auch die Struktur der internationalen Finanzierungssalden sowie die ordnungs- und angebotspolitischen Rahmendaten.

Der Blick auf die Kapitalmarktzinsen ist von Bedeutung, weil diese Renditen nicht der geldpolitischen Kontrolle unterliegen. Zwar gehen in diese Größen die Inflationserwartungen ein, auf die die Notenbanken starken Einfluß ausüben, aber unmittelbarer Gegenstand von Zentralbankratsbeschlüssen sind sie nicht. Die Formel »je schwächer die Währung, desto höher die Zinsen« ist als erste Näherung für die Analyse recht nützlich, aber nicht erschöpfend. Bei Abwesenheit von Kapitalverkehrsbeschränkungen läßt sich nämlich eine positive Zinsdifferenz als Ausdruck der am Markt herrschenden Trend-Abwertungserwartungen erklären, oder als Malus zu Lasten des Schuldners mit der schlechteren Bonität (oder eben auch als Summe beider Effekte).

Wie präsentiert sich der Euro im Vergleich zu anderen Währungen aus dieser Perspektive? Maßgeblich ist die Struktur der Kapitalmarktzinsen, die sich – insbesondere nach der Einführung des Euro – bezeichnenderweise als recht stabil erwiesen hat. Am 15. Juni dieses Jahres beispielsweise zeigte sich folgendes Bild: Auf US-Dollar lautende Staatsanleihen notierten im 5-Jahres-Bereich mit 4,78%, im 10-Jahres-Bereich mit 5,29%. Methodisch korrekt vergleichbare Euro-Renditen gibt es nicht, weil die Kapitalmärkte auch die nationalen Besonderheiten der Schuldnerländer bewerten. Im 5-Jahres-Bereich streuten die Zinsen unter den Euro-Ländern zwischen 4,56% (Deutschland) und 4,82% (Belgien), im 10-Jahresbereich zwischen 5,01% (Deutschland) und 5,46% (Griechenland). Damit liegen die Renditen der Euro-Schuldner teilweise leicht unter, teilweise leicht über den entsprechenden Werten für den US-Dollar. Ein deutlicher Vertrauensvorsprung der US-Währung gegenüber dem Euro läßt sich aus diesen Daten nicht herauslesen. Zur Erweiterung des Bildes möge ein Blick auf Währungen dienen, die keinem der beiden Blöcke angehören; die kanadischen Zinsen notierten beispielsweise mit 5,36/5,72% (5/10 Jahre), und die Schweizer Zinsen mit 3,20/3,37%.

Ergänzend sollten die internationalen Finanzierungssalden herangezogen werden. Beschränken wir uns auf den Ver-

gleich zwischen den USA und dem Euroraum. Beide Währungsräume weisen Leistungsbilanzdefizite auf. Wegen der fiskalischen Konsolidierungserfolge der USA ist aber der amerikanische Finanzierungsbedarf nahezu ausschließlich privatwirtschaftlich begründet, während der europäische Saldo zu einem guten Teil (noch) den Defiziten der öffentlichen Haushalte zuzurechnen ist. Wenn trotz dieser strukturellen, kurzfristig nicht korrigierbaren Schiefelage die Kapitalmarktzinsen nicht signifikant differieren, kann von fundamental fehlendem Vertrauen der Märkte in den Euro im Vergleich zum US-Dollar keine Rede sein.

Weil aber die Kapitalmarktzinsen keine ausgeprägten Abwertungserwartungen anzeigen, kann auch der beobachtete, scheinbar kontinuierliche Rückgang des Eurokurses gegenüber dem US-Dollar nicht als Trendbewegung interpretiert werden. Vielmehr handelt es sich um eine Folge von Niveaurekturen, mit denen Devisenkurse bekanntermaßen auf unerwartete »bad news« reagieren. Solche wechselkursrelevanten, ungünstigen Nachrichten können aus allen Politikbereichen herrühren. Diese Überlegungen führen zu der Frage nach den Beiträgen der verschiedenen Politikbereiche zum Gesamtbild des Euroraumes.

Nach nahezu einhelliger Meinung unter Nationalökonomern fördert eine solide und stabilitätsorientierte Fiskalpolitik das langfristige Vertrauen in eine Währung und wirkt somit wechselkursstützend. Diese Sichtweise prägte sowohl die Maastricht-Kriterien als auch den Stabilitäts- und Wachstumspakt zur Europäischen Währungsunion. Es zeigte sich denn auch beispielsweise niemand überrascht über die Reaktion der Devisenmärkte auf die Entscheidung des EU-Ministerrates vom Juni 1999, Italien eine Überschreitung der Defizitobergrenze zu genehmigen (nicht immer sind »bad news« so offensichtlich). Vor Beginn der Europäischen Währungsunion am 1. Januar 1999 war die Fiskalpolitik in allen Beitrittsländern um Konsolidierung bemüht, mit teilweise beachtlichem Erfolg. Zwischenzeitlich hat die fiskalische Disziplin im Euroraum überwiegend nachgelassen. Wie auch beim jüngsten EU-Gipfel in Göteborg festgestellt wurde, zeichnet sich – kehren wir vor der eigenen Tür – gerade für Deutschland ein besonders kräftiger Wiederanstieg der staatlichen Defizitquote ab, auf den zweithöchsten Wert hinter Portugal. Für die Qualität des deutschen fiskalpolitischen Beitrags zur Euro-Stabilisierung dürfte zudem von Bedeutung sein, daß Finanzminister Eichels Sparkonzept spürbar zu Lasten der öffentlichen Investitionen geht, während die Sozialausgaben weiter überproportional wachsen.

Auf dem Gebiet der Angebots- und Ordnungspolitik ist die Liste der unerledigten Hausaufgaben in allen EU-Ländern – mehr oder weniger – lang. Auch das bestätigte der Gipfel in Göteborg. Besonders eindrucksvoll fällt der Beitrag der deutschen Wirtschaftspolitik der vergangenen zwei Jahre aus. Die Liste wachstumsschädlicher »Reformen« reicht von

der Ökosteuer über die Einkommenssteuer- und Rentenregelung bis zur jüngsten Änderung des Betriebsverfassungsgesetzes. Nachteilig wirkt auch die geplante Neuordnung des Hochschulwesens. Die Zeiten, in denen die meisten ökonomisch kontraproduktiven Innovationen aus anderen europäischen Ländern zu vernehmen waren, sind wohl vorerst vorbei.

Die anstehende Erweiterung der EU ist für das Urteil der Devisenmärkte ebenfalls bedeutsam. Zwar ist sie nicht mit der Erweiterung des Euroraums gleichzusetzen, aber automatisch werden die neuen Mitgliedsländer zu potentiellen Teilnehmern der EWU. Die Strenge der Erweiterungspolitik beeinflusst also ebenfalls den Euro-Kurs. Es sei nur an deren Reaktion auf das Ergebnis der britischen Wahlen am 7. Juni erinnert, oder an die in mancher Schlagzeile zum Ausdruck gebrachte Hoffnung, ein Beitritt Großbritanniens könne »den Euro retten«. Nun hat schon der Start der EWU gezeigt, daß in Europa politischer Druck stärker sein kann als die ökonomische Ratio. Auch wurde Griechenland trotz einer Schuldenquote von 104% zu Beginn des Jahres in den Euro-Club aufgenommen. Der Schluss liegt nicht fern, daß jeder Hinweis auf eine Beschleunigung des Erweiterungsprozesses für die Gemeinschaftswährung am Devisenmarkt als stabilitätswidrige Neuigkeit gewertet wird.

Diese Beispiele zeigen ein für den Euro belastendes Bild. Wie ist der Beitrag der EZB zu dessen Image zu bewerten? Bei dieser Frage sollte scharf zwischen dem – am vertraglichen Auftrag zu messenden – geldpolitischen Element der EZB-Politik und den wechselkurspolitischen Aktivitäten der Bank unterschieden werden.

Zur geldpolitischen Bilanz zählt als Passivposten, daß es der EZB bisher nicht gelungen ist, die logische Konsistenz ihrer »Zwei-Säulen-Strategie« sichtbar werden zu lassen. Hierzu läßt sich nur vermuten, daß die geldpolitische Entscheidungsfindung auf der Grundlage zweier Inflationsprognosen erfolgt. Diese resultieren aus separaten makroökonomischen Zusammenhängen, nämlich der quantitätstheoretischen Beziehung zwischen Geldvolumen und Güterpreisniveau einerseits und einer unmittelbar gütermarktbezogenen Nachfrage-Angebot-Beziehung andererseits. Bei Kenntnis der relevanten Strukturparameter würden beide Prognosegleichungen zum gleichen Ergebnis führen. Realiter ist dieser Kenntnisstand aber nicht gegeben, so daß mit Schätzwerten gearbeitet werden muß. Hinzu kommt die generelle Unsicherheit über die qualitative Struktur des monetären Transmissionsprozesses. Aus diesen Gründen können trotz konsistenter Spezifikation aus den beiden Prognosegleichungen unterschiedliche Werte resultieren. Der Informationsgehalt der Zwei-Säulen-Strategie würde deutlich verbessert, wenn die EZB den systematischen Bezug zwischen geldpolitischer Entscheidung und diesem Prognoseproblem er-

kennen ließe. Damit ließe sich zugleich der Stellenwert der halbjährlichen »Projektionen« klar definieren.

Auch beim Umgang mit der geldpolitisch maßgeblichen Geldmengenabgrenzung hat die EZB Unsicherheiten an den Tag gelegt, die eine methodisch überzeugende Erläuterung verdienten. So hat die Bank ausdrücklich die Zinssenkung vom 10. Mai mit neuen Daten zur Entwicklung des Geldvolumens begründet, die sich nach Bereinigung um Guthaben von Euro-Ausländern ergaben. In den korrigierten Daten zeigte sich eine schwächere monetäre Expansion als zuvor, so daß eine Senkung der Leitzinsen mit der jährlichen Zielrate von 4,5% kompatibel erschien. Dies mag man glauben. Irritieren muß aber, daß die EZB die neuen Datenreihen nicht veröffentlicht und sich nicht dazu äußert, ob es sich um eine dauerhafte Änderung der monetären Orientierungsgröße handelt. Ferner sagt sie nicht, wie die Zinsentscheidungen der Vergangenheit aus der Sicht der neuen Maßgröße zu beurteilen wären.

Man mag diese Ungereimtheiten im geldpolitischen Auftreten der EZB noch als Jugendsünden verzeihen. Höchst bedenklich dagegen, weil makroökonomisch nicht begründet und langfristig für die Unabhängigkeit der Bank gefährlich ist die Rolle, in die sich die EZB in der Wechselkursdiskussion hat hineindrängen lassen. Die ihr von professionellen EZB-Beobachtern und anderen Tageskommentatoren zugeschobene Verantwortlichkeit für den Euro-Dollar-Kurs hat die Bank zunächst nicht entschieden genug zurückgewiesen und später mit mehrfachen Interventionen am Devisenmarkt sogar noch bekräftigt. Makroökonomisch nicht begründet ist diese Rollenzuteilung, weil die Geldpolitik bei offenen Kapitalmärkten dauerhaft allenfalls die Wechselkurs-trenderwartungen beeinflussen kann. Gefährlich ist sie, weil sie im Konfliktfall zur Vernachlässigung der eigentlichen Hauptaufgabe führen kann, der Wahrung der Preisstabilität. Gegenwärtig mag dies abwegig erscheinen, weil der Euro als unterbewertet gilt. Das Blatt könnte sich aber wenden, und die EZB könnte sich bei vermeintlicher Überbewertung des Euro zu allzu expansiver Geldpolitik drängen lassen.

An dieser Lage der Dinge wird die Einführung des Euro-Bargeldes nichts ändern. Seine »Akzeptanz« als allgemeines Zahlungsmittel ist gesetzlich verordnet und wird sich nicht in preiswirksamen Wahlhandlungen an irgendeinem Markt niederschlagen, schon gar nicht am Devisenmarkt, wo Bargeld praktisch keine Rolle spielt. Vielleicht geht die Freude der Bürger traditioneller Weichwährungsländer über das Verschwinden der vielen Nullen auf den Geldscheinen so weit, daß die Umlaufgeschwindigkeit des Euro dauerhaft sinkt. Das könnte vorübergehend ein monetäres Steuerungsproblem darstellen, dem die EZB leicht begegnen könnte – allerdings ohne dauerhafte Wirkung auf den Wechselkurs.