

Utzig, Siegfried

Article — Digitized Version

Zur Kausalität von realer Aufwertung der D-Mark und Standortnachteilen

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Utzig, Siegfried (1997) : Zur Kausalität von realer Aufwertung der D-Mark und Standortnachteilen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 77, Iss. 3, pp. 148-152

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137450>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Siegfried Utzig

Zur Kausalität von realer Aufwertung der D-Mark und Standortnachteilen

In der wirtschaftspolitischen Diskussion wird zuweilen mit der Hypothese gearbeitet, daß sich der finanzielle Sektor von der Realwirtschaft gelöst habe und daß deshalb nicht so sehr der Kostenanstieg in Deutschland, sondern realwirtschaftlich unbegründete Wechselkursveränderungen die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen verschlechtert hätten. Ist diese Hypothese richtig?

Die Lohnstückkosten in der deutschen Industrie weisen seit Jahren einen aufwärts gerichteten Trend auf. Sie haben entscheidend zur Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen auf den Weltmärkten beigetragen. Die Folge waren Arbeitsplatzverluste, Verlagerung auch von technisch anspruchsvollen Produktionsstätten ins Ausland und eine stark verringerte Attraktivität des Standorts Deutschland für ausländische Investoren.

Im Bemühen, den Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit empirisch zu beweisen, rechneten einige Forschungsinstitute die Lohnstückkosten der wichtigsten Industrieländer in eine gemeinsame Währung um. Das Ergebnis dokumentierte eindrucksvoll den deutschen Wettbewerbsnachteil aufgrund gestiegener Lohnstückkosten (vgl. Abbildung 1). In der Interpretation wurde nun aber darauf verwiesen, daß rund ein Drittel des Kostenanstiegs durch die beständige D-Mark-Aufwertung verursacht sei. Insbesondere das Verhalten der Tarifparteien erschien damit in einem anderen Licht.

Diese Vorgehensweise verkehrte jedoch die Kausalität der bisherigen Argumentation teilweise in ihr Gegenteil. Nicht mehr der Kostenanstieg in Deutschland verschlechterte die Wettbewerbsposition, vielmehr wurden die deutschen Unternehmen plötzlich das Opfer realwirtschaftlich unbegründeter Wechselkursveränderungen. An die Stelle zu hoher Löhne und Steuern traten die Geschehnisse an den Devisenmärkten, die einen höheren Beschäftigungsstand verhindert haben. Hinter dieser Argumentation versteckte sich eine bekannte Aussage zur Erklärung von Wettbewerbsdefiziten, daß sich nämlich der finanzielle Sektor von der Realwirtschaft gelöst habe.

Diese Hypothese wurde in der anschließenden politischen Debatte nicht mehr ernsthaft hinterfragt. Je nach Interessenlage wurden zum Teil gegensätzliche wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen gezogen. So urteilten die Gewerkschaften, daß sich eine zurückhaltende Lohnpolitik nicht lohne, da der dadurch erzielbare Gewinn an internationaler Wettbewerbsfähigkeit sofort wieder durch eine Aufwertung der D-Mark aufgezehrt oder sogar überkompensiert würde. Die Arbeitgeber forderten ihrerseits, daß die Tarifvereinbarungen den Kostenanstieg aus der D-Mark-Aufwertung berücksichtigen müßten.

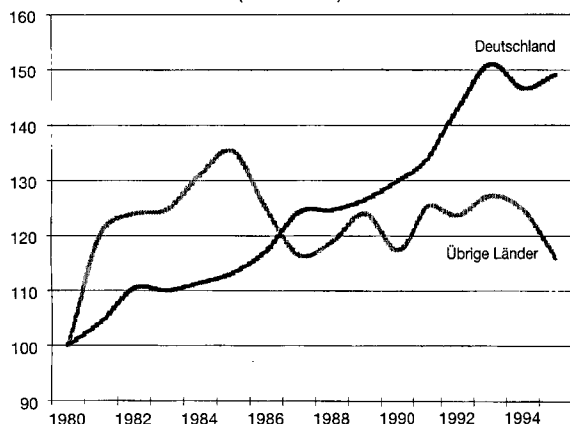
Beide Pole der Argumentation haben ein gemeinsames Merkmal. Den internationalen Finanzmärkten wird ein bedeutsamer Einfluß auf das Wirtschaftswachstum und das Niveau der Beschäftigung zugestanden. Dies aber nicht im positiven Sinne, wonach der freie Zugang zu den internationalen Finanzmärkten das Kapital in die jeweils beste ökonomische Verwendung lenke und damit die Voraussetzungen für ein höheres Wirtschaftswachstum verbessere. Es wird ganz im Gegenteil behauptet, daß die Finanzmärkte einer Fehlleitung des Kapitals Vorschub leisten.

Die unterstellten negativen Wachstums- und Beschäftigungswirkungen beruhen auf realen Veränderungen der Wechselkurse. Darunter sind Wechselkursbewegungen zu verstehen, die Unterschiede in den Preissteigerungsraten zwischen In- und Ausland nicht ausgleichen. Entscheidend für die wirtschaftspolitische Beurteilung dieses Phänomens ist, ob reale Wechselkursänderungen wirklich dadurch entstehen, daß sich die Finanzmärkte von der Realwirtschaft gelöst haben. Vorstellbar wäre auch, daß fundamentale Faktoren reale Wechselkursänderungen über einen längeren Zeitraum erklären.

Die realwirtschaftlichen Konsequenzen realer Wechselkursänderungen liegen dagegen auf der Hand. So verschafft eine reale Abwertung den Exportunternehmen preisliche Wettbewerbsvorteile, die nicht Aus-

Dr. Siegfried Utzig, 41, ist Abteilungsdirektor im Geschäftsbereich Volkswirtschaft und Kapitalmarkt des Bundesverbandes deutscher Banken.

Abbildung 1
Lohnstückkosten auf DM-Basis
(1980 = 100)



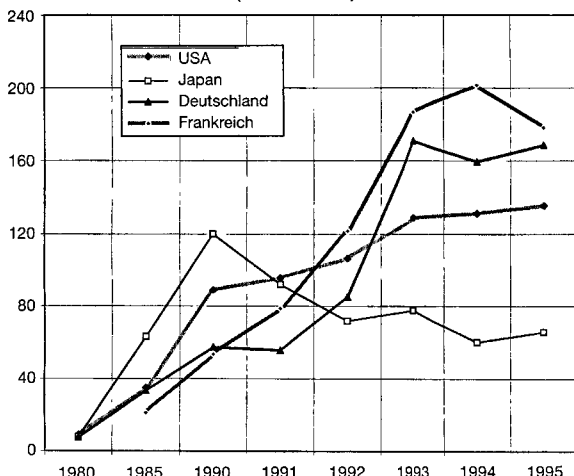
Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft.

druck der eigenen Leistungsfähigkeit sind. Bei einer realen Aufwertung verlieren umgekehrt nicht nur die Exportunternehmen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit, die Verbilligung der Importe erhöht auch den Wettbewerbsdruck auf Unternehmen, die vornehmlich für Inlandsmärkte produzieren.

Fakten zur Globalisierung der Finanzmärkte

Bisweilen wird das rasche Wachstum der Finanzmärkte (vgl. Abbildung 2) bereits als ein Indiz für die Trennung der Finanzsphäre von der Güterwirtschaft gesehen. Es ist unbestritten, daß die Globalisierung der Finanzmärkte zu einem außerordentlich starken Wachstum der Umsatzvolumina auf allen Teilmärkten und zur Entstehung einer ganzen Reihe von neuen

Abbildung 2
Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen
(in % des BIP)



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

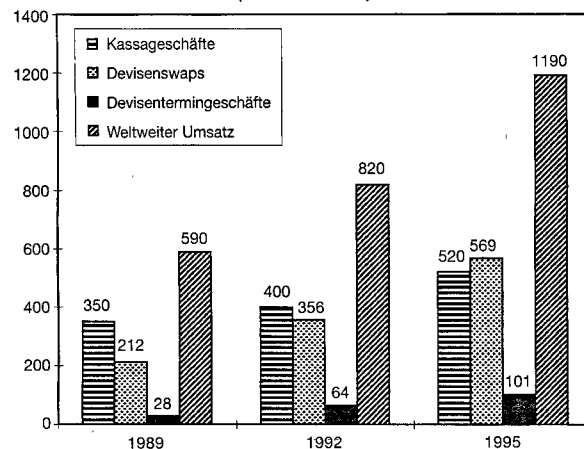
Finanzmarktprodukten geführt hat. Das internationale Finanzsystem gewinnt stetig weiter an Größe, Komplexität und geographischer Reichweite. So sind beispielsweise die Auslandstransaktionen in Anleihen und Aktien unter den G 7-Ländern in Relation zum BIP von 35% im Jahr 1985 auf rund 140% im Jahr 1995 gestiegen. Nach der von den Zentralbanken der G 7-Länder im April 1995 durchgeführten Erhebung über die Derivatmärkte betrug der Nominalwert der ausstehenden Kontrakte allein in den außerbörslichen Märkten über 40 Billionen US-Dollar.

Der weltweit tägliche Umsatz an den Devisenmärkten belief sich im April 1995 auf durchschnittlich 1190 Mrd. US-Dollar und übertraf den Stand von 1992, legt man konstante Wechselkurse zugrunde, um rund 30% (vgl. Abbildung 3). Das besonders starke Wachstum der kurzfristigen Devisenswaps unterstreicht die Rolle, die die Devisenmärkte bei der Übertragung von Liquidität von einer Währung in eine andere spielen.

Da das Umsatzvolumen an den Devisenmärkten sich auf ein Vielfaches des Welthandelsvolumens beläuft, leuchtet aber auch ein, daß der Außenwert einer Währung nicht mehr ausschließlich vom Devisenbedarf des Warenhandels bestimmt wird. Von einer Loslösung der Finanzmärkte kann jedoch nur insoweit gesprochen werden, als das Volumen des Welthandels als „realwirtschaftliche“ Bezugsgröße des Wechselkurses verstanden wird.

Ausschlaggebend für die starke Expansion des Umsatzvolumens an den internationalen Finanzmärkten war vor allem die Ausdehnung der Leistungsbilanzsalden im Verlauf der zurückliegenden zwanzig Jahre. Jährlich steigende Geldvermögensbestände suchten

Abbildung 3
Tägliche Devisenumsätze
(Mrd. US-Dollar)



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

international rentable Anlagemöglichkeiten. Solche Vermögensdispositionen sind überwiegend erwartungsgeleitet. In sie fließen nicht nur die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten eines Landes ein, sondern auch Einschätzungen über die Qualität der Wirtschaftspolitik als ein Indiz für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung. Die These, die Verbindung des Devisenmarktes zum realwirtschaftlichen Sektor sei verlorengegangen, ist in dieser Striktheit mithin nicht aufrechtzuerhalten. Das Verhältnis hat sich allerdings gewandelt und daraus ergeben sich nachhaltige Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik, auf die jetzt näher eingegangen werden soll.

Misalignments – der empirische Befund

Die D-Mark hat sich seit den siebziger Jahren gegenüber dem gewogenen Durchschnitt der Währungen der wichtigsten Handelspartner kräftig aufgewertet. Im Kern findet darin der langjährige Stabilitätvorsprung seinen Niederschlag. Zeitweilig haben sich aber verhältnismäßig lang andauernde, systematische Abweichungen des D-Mark Kurses nach oben und unten von dem durch das Inflationsgefälle vorgezeichneten Pfad ergeben – sogenannte Misalignments.

Gemessen am Durchschnitt der 18 wichtigsten Industrieländer weist der reale Wechselkurs der D-Mark seit Beginn der achtziger Jahre zunächst negative, später aber auch positive Abweichungen von diesem Pfad auf. So wertete die D-Mark in der ersten Hälfte der achtziger Jahre real ab. Darauf folgte in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts eine relative Konstanz des realen Wechselkurses. Lediglich in den neunziger Jahren wurde eine reale Aufwertung der D-Mark beob-

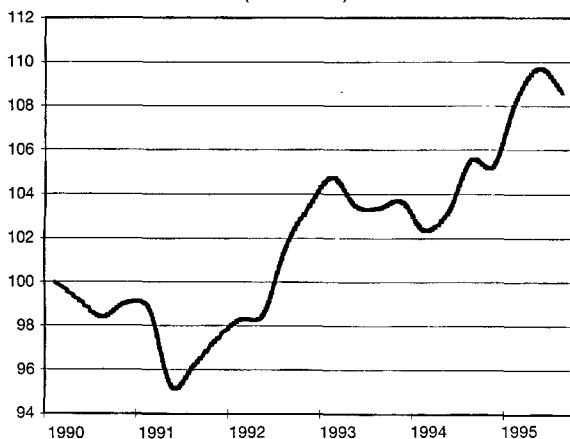
achtet. Von 1991 bis 1995 nahm der reale Außenwert der D-Mark gegenüber den 18 wichtigsten Industrieländern um mehr als 12% zu (vgl. Abbildung 4).

In diesem Zeitraum ist es auf den Wertpapier- und Devisenmärkten häufig zu Schwankungen gekommen, die z.B. nach Auffassung der OECD durch sich ändernde Einschätzungen der Geldpolitiken der europäischen Notenbanken, aufkeimende Besorgnisse wegen der hohen Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite sowie durch Spannungen zwischen Wechselkursverpflichtungen einerseits und inländischen wirtschaftlichen Sachzwängen andererseits in Europa entstanden. Diese Finanzmarktfluktuationen haben zweifellos auch den konjunkturellen Aufschwung in Deutschland gebremst.

Die Geschehnisse an den Finanzmärkten zeigen zweierlei. Zum einen dürfen Veränderungen von Wechselkursen nicht isoliert betrachtet werden. Die in Form von Wechselkurs- und Zinsänderungen beobachtbaren Ereignisse an den Finanzmärkten müssen als Einheit verstanden werden. Erst aus dem Zusammenwirken von Devisen- und Kapitalmärkten lassen sich die beobachteten realwirtschaftlichen Effekte erklären.

Zum anderen dürften reale Wechselkursveränderungen des beschriebenen Ausmaßes sowohl dem Umfang nach als auch aufgrund des gelegentlich abrupten Wechsels zwischen realer Abwertung und realer Aufwertung eine Volkswirtschaft vor erhebliche Anpassungsprobleme stellen. Allerdings lassen sich Schuldzuweisungen an einzelne wirtschaftspolitische Akteure nicht rechtfertigen, ohne die Ursachen für die systematische Abweichung des Wechselkurses von der Kaufkraftparität zu kennen.

Abbildung 4
Realer Außenwert der D-Mark¹
(1990 = 100)



¹ gewogener Außenwert gegenüber 18 Ländern.

Quellen: Bundesbank, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Misalignments – Erklärungsansätze

Die Untersuchungen realer Wechselkurse bewegen sich in zum Teil sehr unsicherem Gelände. Dies beginnt bereits mit der Frage, mit welchem Preisindex die Wechselkurse bereinigt werden sollen. Analysen der Bundesbank und des IWF haben jedoch ergeben, daß ein Preisindex mit möglichst breiter Abgrenzung, wie beispielsweise der Deflator für den Gesamtabsatz oder der Preisindex für die Lebenshaltung, die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit am zuverlässigsten widerspiegelt.

Auf der Suche nach Bestimmungsfaktoren des realen Wechselkurses bietet sich die sogenannte Zinsparitätshypothese als Ausgangsposition an, wonach bei freiem Kapitalverkehr die internationale Zinsarbitrage dafür sorgt, daß die internationalen Zinsdifferenzen den erwarteten Wechselkursveränderungen entsprechen.

Überträgt man diese Hypothese auf die realen Wechselkurse, so müßte ein relativ enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung des realen Wechselkurses und dem realen Zinsgefälle bestehen. Die Differenz der realen Zinssätze beschriebe dann die Anpassung des realen Wechselkurses an seinen langfristigen Durchschnittswert, die Kaufkraftparität. Nach Berechnungen der Bundesbank existieren in der Tat internationale Realzinsdifferenzen, deren zeitlicher Verlauf sehr stark mit dem des realen Wechselkurses korreliert.

Ungeklärt bleibt aber, warum in einem freien Kapitalmarkt über mehrere Jahre hinweg Unterschiede in der realen Verzinsung des Kapitals bestehen, ohne ausgleichende Kapitalbewegungen auszulösen. Es ist deshalb zu vermuten, daß entweder im Realzins eine größere Zahl von Einflüssen eingefangen ist, die sich nur schwer vom eigentlichen realen Zins trennen lassen, oder daß das Konzept einer langfristigen Konstanz des realen Wechselkurses überdacht werden muß.

Für beides gibt es Anhaltspunkte. So kann durchaus die Methode, mittels derer der reale Zins als Differenz zwischen Nominalzins und aktueller Inflationsrate ermittelt wird, kritisch hinterfragt werden. Und auch die Möglichkeit, daß die internationale Realzinsdifferenz das Konjunktur- und Wachstumsgefälle widerspiegelt, sollte in Betracht gezogen werden. Gleichwohl erscheint die Möglichkeit, daß der reale Außenwert einer Währung langfristig nicht konstant ist, für die hier zu beantwortende Frage von Interesse.

So könnten Unterschiede in der Produktivitätsentwicklung im In- und Ausland eine langfristige Abweichung von der Kaufkraftparität erklären. Da Wechselkurse überwiegend erwartungsdeterminiert sind, bilden die längerfristigen relativen Wachstumserwartungen die Basis für eine reale Auf- oder Abwertung einer Währung. Demzufolge ginge ein relativ stärkeres Produktivitätswachstum im Inland mit einer realen Aufwertung einher. Wenn die relative Produktivitätsentwicklung eine trendmäßige Veränderung des realen Wechselkurses bewirkt, müssen andere, wechselnde Einflußfaktoren die Schwankungen der Realzinsdifferenz auslösen. Ein typischer an den Finanzmärkten Fluktuationen auslösender Indikator sind die rasch wechselnden Risikoprämien. Insbesondere können grundlegende Neueinschätzungen von Risikosituationen durch die Marktteilnehmer schlagartig zur Umkehr von Auf- bzw. Abwertungstendenzen führen.

In diesem Zusammenhang muß auch die seit den siebziger Jahren weltweit gestiegene Staatsverschuldung mit ins Kalkül gezogen werden. Diese Entwick-

lung hat dazu geführt, daß der Anteil des Geldvermögens in den Portfolios internationaler Anleger stieg, wodurch gleichzeitig die Liquidität der Portfolios zunahm. Der internationale Anstieg der Staatsverschuldung wurde so zu einer wichtigen Voraussetzung dafür, daß Veränderungen der Ertrags- und Risikoerwartungen in globalen Finanzmärkten unmittelbar zu Veränderungen bei Zinsen und Wechselkursen führen.

Ursachen der realen D-Mark-Aufwertung

Die deutsche Wirtschaft hat zweifelsohne in den zurückliegenden Jahren unter der realen Aufwertung der D-Mark gelitten. Folgt man nicht der simplifizierenden Hypothese einer Vonselbständigung des Devisenmarktgeschehens, so bleibt angesichts der angeführten Zusammenhänge ein recht komplexes Erklärungsmuster. Dabei spielen die Vorgänge um die deutsche Vereinigung eine bedeutsame Rolle.

Zunächst einmal läßt sich argumentieren, daß die deutsche Einheit durchaus Erwartungen weckte, daß es zu einer Erhöhung des Wachstumspfades in Deutschland komme. Prognosen über Wachstumsraten von 10% in den neuen Bundesländern und politische Äußerungen, die neuen Bundesländer seien die am schnellsten wachsende Region in Europa, belegen dies. Weitere Gründe für eine reale Aufwertung der D-Mark lassen sich aber auch aus dem Spannungsdreieck von Finanz-, Geld- und Lohnpolitik und den daraus resultierenden Erwartungsänderungen ableiten. Die Finanzierung der deutschen Einheit erfolgte zu einem großen Teil über eine erhöhte staatliche Kreditaufnahme. Diese bildete einerseits die Voraussetzung für höhere Wachstumsraten. Gleichzeitig ging mit ihr aber auch eine stärkere Beanspruchung der Kapitalmärkte durch den Staat einher.

Erstmals in ihrer Geschichte war die Bundesrepublik zur Finanzierung ihrer Staatsschulden auf das Ausland angewiesen. Gleichzeitig überschritten die Lohnvereinbarungen den vorgegebenen Verteilungsspielraum deutlich. Die Geldpolitik steuerte in diesem Umfeld einen eher restriktiven Kurs, um eine allzu starke Abweichung vom Stabilitätsziel zu verhindern. Sie wollte so einem möglichen Vertrauensverlust in die D-Mark vorbeugen. Dieser hätte über eine Abwertung der D-Mark, Zinssteigerungen und Inflationsimport die direkten Finanzierungskosten der deutschen Einheit erhöht. Besonders in der Zeit nach 1993 führte jedoch die Koordination der Marktkräfte nicht zu den erwarteten Ergebnissen. So trat etwa das, was als Zinsreaktion erwartet wurde, zumindest zum Teil als Wechselkursreaktion ein.

So könnte beispielsweise der Nominalzins trotz des erwirtschafteten Stabilitätsvorteils aufgrund der Bean-

spruchung des Kapitalmarktes durch den Staat nicht im Ausmaß der rückläufigen Inflationserwartung gesunken sein. Ein Finanzmarktgleichgewicht war unter diesen Umständen nur möglich, wenn der unveränderte Zinssatz mit einer unveränderten Differenz zwischen Kassa- und Terminkurs respektive erwartetem Wechselkurs einhergeht. Bei verbesserten Inflationserwartungen sollte der Terminkurs aber steigen. Da der Zins nicht gesunken ist, müssen zur Herstellung des Gleichgewichts Kassa- und Terminkurs parallel steigen. Der Stabilitätsbonus kommt also nicht in Form eines niedrigeren Zinses, sondern in Form einer Aufwertung und einer Terms-of-Trade-Verbesserung.

Im Frühjahr 1995 mußte Deutschland dann sogar erleben, daß der Dollar stark abwertete und gleichwohl die D-Mark-Schuldner gegenüber Dollar-Schuldnern einen Malus in Form steigender Zinsen hinnehmen mußten. Das Land erhielt also von den Devisenmärkten ein Terms-of-Trade-Geschenk, das es allerdings mit Rücksicht auf die Exportmärkte nicht haben wollte, und mußte dafür auch noch mit einem Zinsanstieg bezahlen, der weder zu den stabilitätspolitischen Erfolgen noch zu den gesamtwirtschaftlichen Bedingungen paßte. Erklären läßt sich dies nur dadurch, daß die D-Mark-Aufwertung im Urteil der Marktteilnehmer so stark war, daß sie sie für überbewertet hielten und auf längere Sicht mit einer Abwertung rechneten. Unter diesen Umständen mußten die langfristigen Zinsen steigen, obwohl die Stabilitätspolitik keine Inflationsgefahren erkennen ließ.

Diese knappen Schilderungen legen die Vermutung nahe, daß reale Wechselkursänderungen, gesamtwirtschaftlich unangemessene Zinsentwicklungen und ihre nachteilige Wirkung auf die Realwirtschaft in einem engen Zusammenhang mit der veränderten nationalen Autonomie der Geld- und Finanzpolitik im Zuge der fortschreitenden Globalisierung der Finanzmärkte stehen.

Der Geldpolitik war es im betrachteten Zeitraum zweifelsohne gelungen, trotz des durch die Lohnpolitik ausgelösten Inflationsdrucks einerseits und der Inanspruchnahme des Kapitalmarktes durch den Staat andererseits die Inflationserwartungen nicht nur im Zaum zu halten, sondern sogar zu reduzieren. Der notwendige Zufluß an Auslandskapital konnte so bei sinkenden Zinsen aufrechterhalten werden. Eine andere Frage, die hier nicht vertieft werden soll, ist allerdings, ob dieser Kurs noch dem eigentlichen Konzept der Bundesbank entsprach oder ob die Geldpolitik nicht vielmehr versuchte, vermutete negative Wirkungen auf die Kapitalmärkte zu kompensieren.

Kosten der deutschen Einheit

Die Finanzierungskosten der deutschen Einheit haben sich dadurch aber nicht wie erhofft verringert. Die „endgültige“ Rechnung wurde in Form der realen Aufwertung präsentiert. Es muß aus heutiger Sicht offen bleiben, ob die gesamtwirtschaftlichen Kosten der Finanzierung der deutschen Einheit mit einer weniger restriktiven Geldpolitik, damit höheren Kapitalmarktzinsen, aber auch ohne reale Aufwertung niedriger gewesen wären. Bei einem solchen Policy-mix wäre die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale höher gewesen. Eine reale Abwertung mit weiter wachsendem Inflationsdruck wäre unter diesen Umständen nicht mehr auszuschließen gewesen. Hätte die Geldpolitik versucht, die Vertrauensprämie des Marktes in eine Zinssenkung umzumünzen und so eine Aufwertung zu vermeiden, wäre unter Umständen der Vertrauensvorsprung insgesamt gefährdet gewesen.

Der geldpolitische Kurs hätte jedoch weniger restriktiv ausfallen können, wenn es der Finanzpolitik gelungen wäre, durch eine stärkere Beschneidung der Staatsausgaben die Kreditfinanzierung der deutschen Einheit einzuschränken. In der rapide wachsenden Staatsverschuldung liegt demnach die eigentliche Ursache für den durch die reale Aufwertung hervorgerufenen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. Die wahren Kosten der deutschen Einheit spiegeln sich nicht nur in der Zinslast der Staatsverschuldung, sondern auch im Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit durch die reale Aufwertung. Der durch die Transferzahlungen nach Ostdeutschland erforderliche Einkommensverzicht wurde so einseitig durch den Abbau von Arbeitsplätzen realisiert.

Es scheint offensichtlich, daß die reale Aufwertung der D-Mark während der zurückliegenden Jahre das Ergebnis eines komplexen Zusammenspiels der Finanz-, Geld- und Lohnpolitik war. Infolge der deutschen Einheit haben darüber hinaus die Divergenzen in den Konjunkturzyklen in Europa zugenommen. Dadurch hat sich der Aufwertungsdruck zusätzlich verstärkt. Es muß deshalb auch die Frage gestellt werden, ob die Geldpolitik gut beraten war, sich in einem System fester Wechselkurse einseitig auf die Wahrung des Binnenwertes der Währung zu konzentrieren.

Die zurückliegende Phase der realen D-Mark-Aufwertung stellt sich somit als ein Beispiel für eine mißlungene Politikkoordination sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene dar. Der Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit resultiert also nicht aus einer spekulativen Blase an den Finanzmärkten und trifft die deutsche Wirtschaft auch nicht grundlos.