

Ohr, Renate

**Article — Digitized Version**

## Der Niedergang des Euro - Euroschwäche - Wasser auf die Mühlen der Euro-Kritiker?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Ohr, Renate (1999) : Der Niedergang des Euro - Euroschwäche - Wasser auf die Mühlen der Euro-Kritiker?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 79, Iss. 7, pp. 403-405

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/40384>

**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.*

im Vergleich zum konkurrierenden Dollar an Kaufkraft verliert.

Das könnte geschehen, wenn die Geldpolitik und damit die Europäische Zentralbank mißbraucht würde: zur Finanzierung von Staatsdefiziten (obwohl das im

Maastricht-Vertrag eigentlich untersagt wurde), zur Ankurbelung einer europäischen Wirtschaft, die aufgrund ihrer Verkrustungen und Ineffizienz schließlich zum letzten Mittel, der inflationären Geldpolitik greifen muß. Der Mißbrauch würde

es der Europäischen Zentralbank nicht erlauben, Reputation als unabhängige, stabilitätsbewußte Zentralbank aufzubauen. Dies ist ein schlimmes Szenario. Es hat mit der Situation von heute aber nichts zu tun.

Renate Ohr

## Euroschwäche – Wasser auf die Mühlen der Euro-Kritiker?

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

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

Zumindest langfristig sind Binnenstabilität und Außenstabilität nicht unabhängig voneinander, da eine Währung mit niedriger Infla-

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

### Erfolge bei der Binnenstabilität

Die D-Mark war vor allem durch eine sehr hohe Binnenstabilität gekennzeichnet und damit verbunden zumeist auch durch eine hohe Außenstabilität, insbesondere gegenüber den europäischen Partnern. Gegenüber Dollar und Yen wies die D-Mark allerdings temporär starke Schwankungen auf, d.h., hier fanden dann zeitweilig auch signifikante Abwertungen statt: Zum Beispiel wertete die D-Mark von Anfang der 80er Jahre bis 1985 gegenüber dem Dollar um ca. 50% ab, zwischen Ende 1992 und Anfang 1994 um etwa 17% und zwischen 1995 und 1997 um circa 25%. Dazwischen lagen allerdings zumeist entsprechende

oder gar überproportionale Aufwertungsphasen. Auch gegenüber dem Yen verlor die D-Mark zwischen 1990 und 1991 knapp 18% an Wert und – nach einer zwischenzeitlichen Erholung – zwischen 1992 und 1994 rund 30%. Schließlich sank die D-Mark gegenüber dem britischen Pfund (nach langjährigen Phasen der Aufwertung) zwischen Ende 1995 und Anfang 1998 um mehr als 25%. Trotzdem gilt die D-Mark bis heute als der Prototyp einer harten und stabilen Währung!

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

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

rungsrate des Euro-Währungsraums. Dies war bei der D-Mark oftmals anders, da sie viele Jahre lang eine deutlich höhere Binnenstabilität aufweisen konnte als konkurrierende Währungen.

### Gründe der aktuellen Entwicklung

Vielleicht wird aus diesem Grund den Erfolgen bei der Binnenstabilität zur Zeit so wenig Bedeutung beigemessen und statt dessen der Wechselkursverlust, den der Euro gegenüber nahezu allen Währungen erlitten hat, die nicht fest an ihn gekoppelt sind, sehr in den Vordergrund gestellt. Schließlich fehlt es an Erfahrung mit der neuen Währung, so daß unerwartete Entwicklungen besonders kritisch betrachtet und schnell in die Zukunft extrapoliert werden. Doch die Gründe, die als ursächlich für die aktuelle Entwicklung genannt werden, sind größtenteils (noch) nicht als „fundamental“ einzuschätzen:

So läßt zum einen die derzeit relativ schwache Konjunktur in Euroland im Vergleich zur Entwicklung in den USA Anlagen in Dollar attraktiver erscheinen. Die ersten Anzeichen einer Erholung in Europa könnten dann entsprechend zu Vorboten einer Trendwende in der Wechselkursentwicklung werden.

Weiterhin spielt der aktuelle Zinsvorteil bei Anlagen im Dollarraum eine wichtige Rolle. Andererseits ist die Tatsache, daß trotz dieser Konkurrenz im Euro-Währungsraum ein deutlich niedrigeres Zinsniveau gehalten werden kann, ein Beweis dafür, daß noch kein Risikoaufschlag für Anlagen in Euro gefordert wird, also wohl noch keine anhaltende Abwertungstendenz befürchtet wird.

Allerdings sind mittlerweile doch überraschend schnell Zweifel daran entstanden, ob die im Vorfeld

der Währungsunion propagierte Stabilitätsbereitschaft tatsächlich dauerhaft umgesetzt wird. Die rasche Einigung darüber, Italien ein höheres Budgetdefizit zuzugestehen als Anfang des Jahres geplant, wurde als erstes alarmierendes Signal gewertet. Die aktuelle Abwertung kann somit auch das Zeichen eines beginnenden Glaubwürdigkeitsproblems sein.

Vieles spricht dafür, daß die Finanzmärkte sehr deutlich registrieren, daß es der Politik gegenwärtig vielerorts in Euroland noch nicht gelingt, die vorhandenen strukturellen Probleme in den Griff zu bekommen. Das mangelnde Vertrauen in die Problemlösungsfähigkeit der nationalen Wirtschaftspolitiken – unabhängig davon, ob die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank stabilitätsorientiert bleibt oder nicht – kann den Euro somit eventuell auch noch weiterhin unter Druck setzen.

Es sind also eher realwirtschaftliche Ungleichgewichte als monetäre Fehlentwicklungen, die den Euro zur Zeit schwächen: anhaltende Budgetdefizite in Euroland, während die USA mittlerweile Budgetüberschüsse verzeichnen, sinkende Arbeitslosigkeit auf niedrigem Niveau in den USA und Großbritannien im Vergleich zu relativ hoher Arbeitslosigkeit in Euroland. Schließlich hängt das Vertrauen in eine Währung und damit deren Stärke entscheidend von der Stabilität des dahinterstehenden Wirtschaftsraumes ab.

### Sorgen der Euro-Skeptiker

Ist es aber wirklich diese Entwicklung, die die Euro-Skeptiker befürchtet hatten? Die grundlegende Kritik an einer zu raschen Einführung der Gemeinschaftswährung beruhte eher auf Sorgen um die anhaltende Gewährleistung der *Binnenstabilität*, die aus folgenden Gründen gefährdet erschien:

Die nach wie vor unterschiedlichen wirtschaftlichen Strukturen und Konjunkturverläufe in den beteiligten Volkswirtschaften setzen unterschiedliche Anforderungen an die monetären Rahmenbedingungen, so daß die einheitliche Geld- und Währungspolitik nicht immer für alle beteiligten Länder optimal sein kann.

Die im nationalen Kompetenzbereich verbleibenden sonstigen wirtschaftspolitischen Entscheidungen können eine stabilitätsorientierte zentrale Geldpolitik unterlaufen.

Es fehlt der Nachweis eines dauerhaften gesamteuropäischen Stabilitätskonsenses; ein Mangel, der sich letztlich doch negativ auf die Entscheidungen der Europäischen Zentralbank auswirken kann.

Hinter dem Euro steht kein Euroland, das mit einer Stimme spricht, sondern eine Staatengemeinschaft, die in den meisten wesentlichen Fragen höchst divergierende Positionen vertritt.

All dies erschwert eine langfristige erfolgreiche und für alle beteiligten Länder adäquate Geld- und Währungspolitik. „Paßt“ die zentral formulierte Geldpolitik jedoch nicht überall gleichermaßen, wirkt sie nicht überall gleichermaßen auf den realen Sektor ein und entspricht sie nicht überall gleichermaßen den nationalen wirtschaftlichen Präferenzen, so bauen sich zunehmend Spannungen in der Gemeinschaft auf, die sowohl die Binnenstabilität als auch die Außenstabilität letztlich beeinträchtigen können. Eine aus solchen Ursachen resultierende Außenschwäche des Euro kann schließlich zu einer sich selbst verstärkenden Spekulation führen, die den Euro zu immer größeren Abwertungen zwingt.

Eine solche Entwicklung ist allerdings noch nicht im ersten Jahr zu erwarten, sondern erst mittelfristig. Die Bewährungsprobe für den Euro steht also noch aus. Sie wird insbesondere dann akut werden, wenn ein allgemeiner Umschwung in den Inflationserwartungen entsteht und der Inflationstrend wieder zunimmt. Sollte man unter den heute gegebenen Rahmenbedingungen die Euroschwäche also zunächst einfach ignorieren?

### Überbewerteter Dollar

Die Außenstabilität einer Währung ist um so wichtiger, je offener der Währungsraum ist. Der Euro-Raum ist in seinen Handelsbeziehungen deutlich geschlossener als es die nationalen Währungsräume zuvor waren. Schwankungen des Euro gegenüber Dollar, Yen oder Pfund sollten daher nicht übermäßig dramatisiert werden. Sie gab es ja auch bei der „harten“ D-Mark. Abwertungen werden erst dann problematisch, wenn sie über steigende Importpreise die Inflation schüren. Dies kann insbesondere bezüglich des Dollarkurses relevant werden, da ja nach wie vor nahezu alle Primärgüter in Dollar fakturiert werden.

Doch sprechen auch einige Faktoren dafür, daß der Dollar zum jetzigen Zeitpunkt überbewertet ist und die Euroschwäche daher zunächst nur temporär sein wird. Die USA haben zwar ihren Staatshaushalt konsequent konsolidiert, doch hat das Leistungsbilanzdefizit nahezu wieder die Höchstwerte der 80er Jahre erreicht. Ein Leistungsbilanzdefizit von knapp 3% des Bruttosozialprodukts ist sicherlich nicht als gleichgewichtig anzusehen und genausowenig der dazugehörige Wechselkurs. Leistungsbilanzdefizite bedeuten eine Absorption, die größer ist als die Produktion. Längerfristige Lei-

stungsbilanzdefizite bedeuten daher, daß die Volkswirtschaft „über ihre Verhältnisse lebt“.

Die hohen Leistungsbilanzdefizite der USA erfordern seit Jahr und Tag eine entsprechende Finanzierung durch Kapitalzuflüsse. Im Moment geschieht dies immer noch problemlos, doch können sich Markteinschätzungen sehr schnell ändern. Demgegenüber weist Euroland einen nicht unerheblichen Leistungsbilanzüberschuß gegenüber dem Rest der Welt auf. Ein baldiger Umschwung der Entwicklung des Euro gegenüber dem Dollar ist daher nicht auszuschließen.

### Abwertungstendenz nicht überdramatisieren

Allerdings kann auch nicht ausgeschlossen werden, daß der derzeitige Abwärtstrend des Euro temporär sich selbst verstärkende Spekulationen auslöst, so daß der Ausschlag nach unten noch etwas anhalten kann. In solchen Fällen wird immer wieder diskutiert, ob die Notenbanken nicht doch mit Interventionen versuchen sollten, Wechselkursausschläge zu dämpfen. Die Europäische Zentralbank hat offiziell noch nicht zur Stützung des Euro an den Devisenmärkten interveniert. Grundsätzlich haben Devisenmarktinterventionen aber auch nur dann Erfolg, wenn gleichzeitig die Ursachen des Abwärtstrends beseitigt werden.

Im vorliegenden Fall liegt die Ursache nicht in aktuell falschen monetären Vorgaben, sondern in realwirtschaftlichen Defiziten und beginnenden Glaubwürdigkeitsverlusten. Eine Wechselkursbeeinflussung durch die Europäische Zentralbank kann daher nur über sogenannte „Signalgebung“ erfolgen, indem sie versucht, durch bestimmte Äußerungen und Maßnahmen das Vertrauen in eine effizien-

te und erfolgreiche Währungspolitik aufzubauen bzw. zu stärken. Dazu gehören

- zum einen Hinweise auf jene Faktoren, die mittelfristig für einen starken Euro sprechen,
- zum anderen Mahnungen an die Wirtschaftspolitik, die strukturellen Probleme in Angriff zu nehmen,
- weiterhin die Ausnutzung des geldpolitischen Spielraums – soweit dies mit der Zielsetzung der Preisstabilität vereinbar ist – zur Unterstützung wirtschaftlicher Stabilisierungsprozesse
- und schließlich der Hinweis auf eine ansonsten eindeutig und dauerhaft stabilitätsorientiert angelegte Geldpolitik.

Direkte Eingriffe am Devisenmarkt zur Stützung des Euro könnten dagegen eher kontraproduktiv wirken, da sie als Beweis einer fundamental gefährdeten Währung interpretiert werden könnten.

Die derzeitige Politik der Europäischen Notenbank scheint sich an solchen Überlegungen zu orientieren. Insgesamt sollte daher die aktuelle Abwertungstendenz des Euro nicht überdramatisiert werden. Erst wenn anhaltende Glaubwürdigkeitsprobleme hinsichtlich der Stabilitätsorientierung der Währungsunions-Länder entstehen, ist Sorge berechtigt. Die gegenwärtige Entwicklung sollte dagegen als rechtzeitiges Warnsignal gesehen werden, das vor übereilter Euphorie schützt und deutlich macht, daß die Stabilisierungs- und Konsolidierungsanstrengungen gerade auch in der Währungsunion konsequent fortgeführt werden müssen. Eine stabile Währung ist kein „Selbstläufer“, aber eine temporäre Abwertung wirft sie auch nicht gleich aus der Bahn! Die wirkliche Bewährungsprobe für den Euro kommt noch.