

Frenkel, Michael

**Article — Digitized Version**

## Brauchen wir ein anderes Weltwährungsregime? - Euroentwicklung: Mögliche Ursachen und politische Optionen

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Frenkel, Michael (2000) : Brauchen wir ein anderes Weltwährungsregime? - Euroentwicklung: Mögliche Ursachen und politische Optionen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 80, Iss. 6, pp. 338-342

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/40574>

**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.*

Wechselkurskooperation. Noch wichtiger wäre eine unmittelbare Kooperation zwischen EZB und Fed. Funktioniert sie, wäre ein Fixkursystem ohnehin überflüssig. Funktioniert sie nicht, so würden feste Kurse ungleich größere Probleme verursachen als flexible.

### Europa braucht den Euro

Das Fazit lautet also: Wir brauchen kein neues Wechselkursregime. Aber ebenso sicher gilt:

Europa braucht den Euro. So wie es die alten Europäer Adenauer, de Gasperi und Schuman von Anfang an eingeschätzt haben: Die über Jahrhunderte gewachsenen unterschiedlichen Kulturen der europäischen Nationalstaaten würden nur durch gemeinsame ökonomische Strukturen zusammenwachsen können. So drückt es auch das in Stahl gegossene Schuman-Zitat an der Europa-Brücke in Luxemburg aus: „Europa wird eins durch

das Schaffen neuer Fakten.“ Nach Montanunion, EWG-Vertrag und Binnenmarkt ist der Euro ein solches Faktum. Und wir haben bereits erlebt, wie der große Währungsraum die Europäer nicht nur schützt (siehe Asien-Krise) und zusammenschweißt, sondern ihnen auch ein ganz neues Gewicht, eine neue Rolle in der Welt gibt. Dies alles ist völlig unabhängig vom jeweiligen Tageskurs an den Devisenmärkten.

Michael Frenkel

## Euroentwicklung: Mögliche Ursachen und politische Optionen

Der Kursverlauf des Euro rechtfertigt keine grundlegende Veränderung des internationalen Währungssystems. Dies gilt zumindest solange, wie die großen Industrieländer bei der Gestaltung ihrer Wirtschaftspolitik weiterhin mehr die binnenwirtschaftlichen Ziele als das außenwirtschaftliche Ziel verfolgen. Die Unzufriedenheit mit der Wechselkursentwicklung des Euro basiert aus europäischer Sicht meist auf der Überzeugung, mit der Abwertung des Euro seit Anfang 1999 sei inzwischen eine deutliche Unterbewertung des Euro eingetreten.

Damit verbindet man die Vorstellung, dass der Wechselkurs nicht durch Fundamentalfaktoren gerechtfertigt sei und daher in „ungerechtfertigter“ Weise vom längerfristigen Gleichgewichtskurs abweiche. Da eine Abweichung des tatsächlichen Kurses vom längerfristigen Gleichgewichtskurs mit einer Fehlallokation von Ressourcen einhergehe, weise dies auf Ineffizienzen des Devisenmarktes hin. Außerdem wird hervorgehoben, dass die Abwärtsbe-

wegung des Euro auf eine sich selbst verstärkende Dynamik (auch Schneeballeffekt genannt) zurückzuführen sei. Hieraus wird dann gefolgert, dass eine solche aus den Fugen geratene Wechselkursentwicklung mit erheblichen Nachteilen für den internationalen Handel und die Investitionen verbunden sei. Infolgedessen bedürfe es eines korrigierenden Eingriffes in das Marktgeschehen.

Im Folgenden soll erstens diskutiert werden, ob der Wechselkurs des Euro in jüngerer Vergangenheit in der Tat eine deutliche Unterbewertung der europäischen Währung darstellt. Zweitens soll die Frage geprüft werden, welche währungspolitischen Alternativen es zur freien Kursbildung ohne Eingriffe der Zentralbanken gibt.

### Ist der Euro wirklich unterbewertet?

Betrachten wir zunächst die Wechselkursänderung des Euro seit Anfang 1999 und fragen, ob sich diese Entwicklung ökonomisch sinnvoll erklären lässt. Im

Mittelpunkt dieser Betrachtung steht aufgrund der inzwischen tripolaren Währungsordnung mit Dollar, Euro und Yen der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar. In eher traditionellen Ansätzen der Wechselkursstheorie werden aktuelle Werte verschiedener ökonomischer Größen als Einflussfaktoren auf den Wechselkurs betont. Wenn in jüngerer Vergangenheit von einer Unterbewertung des Euro gesprochen wird, sind implizit meist vier ökonomische Größen angesprochen, die den Verlauf des Euro-Wechselkurses als fundamental nicht gerechtfertigt erscheinen lassen:

□ Seit Beginn der EWU lag die jährliche Inflationsrate im Durchschnitt der EWU-11-Länder um rund einen Prozentpunkt unter der der USA, so dass hieraus – zieht man die Kaufkraftparitätentheorie zu Rate – eher mit der gegenteiligen Wechselkursentwicklung hätte gerechnet werden können. Allerdings kann aufgrund der langfristigen Ausrichtung dieser Theorie nur schwerlich der relativ kurze Zeitraum seit Bestehen der EWU

beurteilt werden. Auch die DM-Dollar-Kursentwicklung zeigte in der Vergangenheit zum einen erhebliche und zum anderen teilweise lang anhaltende Abweichungen von der Kaufkraftparität.

□ Beurteilt man die Wechselkursentwicklung auf Basis des Leistungsbilanzsaldos, lässt sich ebenfalls keine Euro-Abwertung erklären. Während die USA ein selbst im Vergleich zu den Vorjahren erhebliches Leistungsbilanzdefizit aufweisen, ist die Leistungsbilanz der EWU-Länder im Überschuss. Allerdings muss auch hier einschränkend angeführt werden, dass es sich hierbei um ein längerfristiges Kriterium der Wechselkursbeurteilung handelt.

□ Traditionelle Erklärungen von Wechselkursbewegungen, die über die Kapitalbilanz argumentieren (Zinsparitätentheorie oder Theorie der realen Zinsdifferenz), erachten die Zinsentwicklung als wichtige Determinante des Wechselkurses. Aber auch hiermit lässt sich die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar nicht erklären. Während der kurzfristige und der langfristige Zins in den USA seit Anfang 1999 um rund einen Prozentpunkt gestiegen sind, ist der Anstieg beider Zinssätze in der EWU um rund 0,75% nur wenig geringer ausgefallen.

□ Betrachtet man schließlich die Geldmengenwachstumsraten, so wäre ein schwacher Euro mit Hilfe traditioneller monetärer Wechselkursmodelle nur dann erklärbar, wenn die Expansionsrate der Geldmenge in der EWU größer gewesen wäre als in den USA. Dies lässt sich aber ebenfalls nicht beobachten. Während die Geldmenge in den USA im Frühjahr 2000 um etwas über 7% über dem vergleichbaren Vorjahresniveau lag, nahm sie in der EWU um etwas über 6% zu. Die Differenz spiegelt

im Wesentlichen nur die unterschiedlichen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts wider.

### Andere Wechselkurstheorien

Auch wenn der Blick auf diese einzelnen ökonomischen Größen eine Abwertung des Euro seit Anfang 1999 als fundamental nicht gerechtfertigt erscheinen lässt, so darf nicht übersehen werden, dass sich bei Heranziehen anderer Wechselkurstheorien auch ein gegenteiliges Bild ergeben könnte. Hier seien nur zwei Argumentationsketten genannt:

□ Berücksichtigt man das Zusammenwirken von Güter- und Finanzmärkten, so lassen sich bereits aus den Arbeiten des letzten Nobelpreisträgers der Wirtschaftswissenschaften, Robert Mundell, Erklärungen für die beobachtete Entwicklung ableiten. Aus Mundells Arbeiten folgt, dass große Volkswirtschaften, die aufgrund des Anstiegs von Konsum und Investitionen besonders stark expandieren, bei relativ hoher internationaler Kapitalmobilität ausländisches Kapital anziehen, wodurch sich eine Aufwertung der Inlandswährung bei gleichzeitig im In- und Ausland steigenden Zinssätzen ergibt. Wendet man dies auf die Entwicklung der letzten 18 Monate an, so ließe sich die beobachtete Wechselkursentwicklung zwischen Euro und Dollar insbesondere als Stärke des Dollar erklären. Die USA haben in dieser Zeit trotz des zuvor bereits erfolgten Aufschwungs eine besonders starke Expansion gezeigt und galten daher bei vielen internationalen Anlegern als attraktives Anlage-land. Hieraus ließe sich eine Aufwertung des Dollar, eine Verbesserung der amerikanischen Kapitalbilanz und eine Verschlechterung der Leistungsbilanz erwarten. Genau dies ist in den letzten ein-

halb Jahren erfolgt. Die Ende Mai und Anfang Juni zu beobachtende Trendwende des Eurokurses könnte mit dem Hinweis auf die nachlassenden Expansionskräfte in den USA und die Anzeichen einer stärkeren Expansion in den Ländern der EWU begründet werden.

□ Eine Erklärung für einen vergleichsweise schwachen Euro bzw. einen starken Dollar ließe sich der Richtung nach auch auf Basis modernerer Wechselkursansätze ableiten. Diese Ansätze betonen, dass Finanzmärkte vorwärtsschauend sind und die sich dort bildenden Preise bzw. Kurse die abdiskontierten Wirkungen der für die Zukunft erwarteten ökonomischen Veränderungen beinhalten. Bezogen auf den Wechselkurs heißt dies, dass der Wechselkurs als Preis des Assets „Währung“ aufgefasst wird und sich in ihm die zukünftige Entwicklung ökonomischer Größen widerspiegelt, von denen ein Einfluss auf den Wechselkurs anzunehmen ist (man spricht vom „Asset-Pricing-Ansatz“). Weil allerdings die zukünftigen Werte dieser Größen nicht bekannt sind, kommt den Erwartungen der Devisenmarktteilnehmer, unabhängig davon ob sie richtig oder falsch sind, eine entscheidende Rolle zu. Da Erwartungen nicht beobachtbar sind, ist es für die empirische Wirtschaftsforschung schwierig herauszufinden, ob sich der tatsächliche Wechselkurs mit den (nicht beobachtbaren) Erwartungen erklären lässt. Man ist deshalb auf einige eher qualitative Hinweise angewiesen, die sich jedoch in letzter Zeit durchaus finden lassen. Bis vor kurzem sind häufig Zweifel an der wirtschaftlichen Dynamik in Europa und der Bereitschaft vieler EWU-Länder zu den als erforderlich angesehenen wirtschaftspolitischen Reformen geäußert worden.

Hiervon geht bei einer gleichzeitig günstigeren Einschätzung der Situation in den USA eine entsprechend geringere Bewertung des Euro aus. Auf der Grundlage dieser Überlegungen wäre die in allerjüngster Zeit erfolgte Erholung des Euro auf eine durch neue Informationen ausgelöste Korrektur der Erwartungen in Richtung einer schwächeren US-Konjunktur und einer stärkeren EWU-Konjunktur zurückzuführen.

### **Abweichungen nur kurzfristig?**

Zu bedenken ist bei den voranstehenden Erklärungen, dass sie lediglich auf die Richtung der Eurokursentwicklung hinweisen. Zu fragen bliebe, ob der Umfang der Euroabwertung bzw. der Dollaraufwertung tatsächlich damit erklärt werden kann. So wird vielfach bezweifelt, ob die Abwertung des Euro seit Anfang 1999 von 1,18 \$/€ bis auf unter 0,90 \$/€, d.h. um knapp 25%, und die Aufwertung des Euro innerhalb einer Woche Ende Mai bis Anfang Juni um 7% damit begründet werden können. Gleichwohl könnte man diesen Zweifeln entgegenhalten, dass der Euro Anfang 1999 mit einem vergleichsweise hohen Wechselkurs startete, was sich aus einer Rückrechnung des hypothetischen Wertes des Euro für die letzten Jahre ergibt. Außerdem lagen die Schwankungen der DM gegenüber dem Dollar in den 20 Jahren vor Beginn der EWU in einer deutlich größeren Bandbreite als die Schwankungen des Euro gegenüber dem Dollar. Auf den Euro umgerechnet lagen sie zwischen 0,56 und 1,47\$/€.

Schließt man sich dennoch dem Argument an, demzufolge die beobachtete Wechselkursänderung des Euro stärker war, als sie mit den vorgetragenen Argumenten begründet werden kann, bleibt als Erklärung für die Wechselkurs-

bewegung der Hinweis übrig, dass die Dynamik des Devisenmarktes zum beobachteten Umfang der Wechselkursänderung beigetragen hat. Mit der Dynamik sind hier vor allem Schneeballeffekte gemeint, die von kurzfristig orientierten Devisenmarkthändlern (Chartisten) ausgelöst werden. Aufgrund ihres hohen Anteils am täglichen Devisenhandel ist eine Verstärkung von Wechselkursbewegungen zu erwarten, wodurch es zu so genannten „runs“, d.h. länger anhaltenden Bewegungen in die eine und anschließend in die andere Richtung kommt.

Aus den diskutierten Argumenten zur Entwicklung und zur Höhe des Wechselkurses lassen sich zwei wichtige Schlussfolgerungen ziehen. Erstens erscheint es praktisch unmöglich, ein fundamental gerechtfertigtes gleichgewichtiges Wechselkursniveau des Euro gegenüber dem Dollar zu bestimmen. Zweitens sprechen einige, wenngleich nicht alle Argumente dafür, dass der vor einigen Wochen beobachtete Wert des Euro um 0,90 \$/€ durch Chartisten mitbestimmt wurde, so dass dieser Wert ein, gemessen an der tatsächlichen und möglicherweise erwarteten Entwicklung der Fundamentalfaktoren, zu geringes Wechselkursniveau darstellte.

Schließt man sich dieser Ansicht an, so stellt sich die Frage, ob die Wirtschaftspolitik hierüber besorgt sein sollte. Die Antwort hängt von der Fristigkeit der Abweichung von einem als fundamental gerechtfertigt angesehenen Kursniveau ab. Solange die Abweichungen von kurzfristiger Natur sind, ist dies ohne größere ökonomische Bedeutung. Unternehmen auf den Export- und Importgütermärkten könnten sich durch Kurssicherungsgeschäfte vor den Folgen der Schwankungen

schützen. Für längerfristige Investitionen ergäben sich ohnehin keine Nachteile bei nur kurzfristigen Abweichungen.

Problematischer ist der Fall, wenn eine solche Bewegung weg vom längerfristigen Gleichgewicht längere Zeit anhält, mithin jene Situation vorliegt, die man als Misalignment des Wechselkurses bezeichnet. Dieses kann bei einem Umfang von 20% und mehr durchaus nachteilige Wirkungen für einige Unternehmen haben, da der Außenhandel verzerrt und Investitionsentscheidungen beeinträchtigt werden. Insofern entstehen gesamtwirtschaftliche Kosten. Ob währungspolitische Alternativen zu einem System, in dem die Wechselkursbildung den Marktkräften überlassen wird, daher vorzuziehen sind, hängt davon ab, ob diese Alternativen mit geringeren Kosten verbunden sind. Insofern ist nicht allein schon die Existenz der beschriebenen Kosten Grund genug für eine Änderung der Währungsordnung.

### **Alternative Währungssysteme überlegen?**

Stellt man nun die Frage, ob alternative Währungssysteme dem bestehenden überlegen sind, sei zunächst an die Konzeption der „impossible trinity“ erinnert, derzufolge die drei Ziele Wechselkursstabilität, Autonomie der Geldpolitik und freier internationaler Zahlungsverkehr nicht gleichzeitig zu erreichen sind. Räumt man den Zielen Wechselkursstabilität und Freiheit des internationalen Zahlungsverkehrs die höchste Priorität ein, gelangt man zu einem System ähnlich des Goldstandards, in dem möglicherweise erhebliche Abstriche bei der Autonomie der Geldpolitik gemacht werden müssen, da sich die inländische Geldmenge bei erforderlichen interven-

tionen am Devisenmarkt verändert. Eine starke Betonung der Ziele Wechselkursstabilität und Autonomie der Geldpolitik zur Verfolgung binnenwirtschaftlicher Ziele (hoher Beschäftigungsstand und/oder Preisniveaustabilität) impliziert dagegen eine Währungsordnung ähnlich dem des Bretton-Woods-Systems, in dem unter Umständen Abstriche bei der Konvertibilität gemacht werden müssen.

Betont man allerdings die Ziele Autonomie der Geldpolitik sowie Freiheit des internationalen Zahlungsverkehrs, so führt dies zu einem System freier Wechselkurse. Dies bedingt dann allerdings in der Reinform eines flexiblen Wechselkurssystems auch, dass jene Wechselkurse akzeptiert werden, welche sich durch die Marktkräfte einstellen. Übertragen auf den Euro folgt hieraus, dass die Verfolgung eines bestimmten Wechselkurszieles, die mit der Kritik an der Eurokursentwicklung letztlich verbunden ist, eine stärkere Prioritätsverlagerung innerhalb der EWU entweder weg von der Autonomie der Geldpolitik oder der Freiheit des internationalen Zahlungsverkehrs bedingt. Es scheint allerdings, als ob die Kritiker der Eurokursentwicklung den durch die „impossible trinity“ beschriebenen Zielkonflikt übersehen, da sie in aller Regel nicht deutlich machen, welches der beiden anderen Ziele untergeordnet werden soll.

Realistischerweise ist auszuschließen, dass es in absehbarer Zeit zu einem System fester Wechselkurse zwischen den drei wichtigsten Haupthandelswährungen der Welt, Dollar, Euro und Yen, kommt. Hierfür müssten sich die wirtschaftspolitischen Prioritäten so stark in Richtung der Verfolgung außenwirtschaftlicher Stabilität verlagern, dass damit nicht

gerechnet werden kann. Dies ist der Fall, weil die beteiligten Länder vergleichsweise hohe Nachteile bzw. Kosten mit anderen Währungssystemen verbinden. Die USA müssten einem Aufwertungsdruck des Dollar mit Devisenankäufen entgegen, so dass die Geldmenge in den USA zunimmt und es letztlich zu einem Inflationsanstieg käme, mit dem gesamtwirtschaftlich nicht zu unterschätzende Kosten verbunden wären. In Europa müsste die EZB Währungsreserven verkaufen und damit eine Reduktion der Geldmenge zulassen, was einen kräftigen Zinsanstieg mit entsprechenden konjunkturellen Folgen nach sich ziehen würde. Dies würde ebenfalls zu gesamtwirtschaftlichen Kosten führen. Aus ähnlichen Überlegungen ist eine Art Goldstandard für die großen Handelswährungen ebenfalls auszuschließen. Welche Problematik mit traditionellen Festkurssystemen verbunden ist, haben im übrigen die Währungskrisen der 90er Jahre gezeigt. Sie sind praktisch ausnahmslos in Ländern aufgetreten, die ein Festkurssystem hatten.

Darüber hinaus ließe sich argumentieren, dass die Kosten der Wechselkursschwankungen in einem System freier Wechselkurse für die EWU-Länder deutlich geringer sind als zuvor, da der Offenheitsgrad der EWU viel geringer ist als es jener der einzelnen EWU-Mitgliedsländer vor Errichtung der EWU war. Insofern sind mit Wechselkursschwankungen erheblich geringere Kosten für die EWU-Länder verbunden als mit vergleichbaren Schwankungen in der Vergangenheit.

Diese Überlegungen schließen nicht aus, dass es für kleinere Länder im Weltwährungssystem vorteilhaft sein kann, ihre Währungen an eine große, stabile Währung zu

binden. Dies erfordert weniger Koordinierung, weil es sich um eine einseitige Bindung handelt und dem Nachteil der Aufgabe der geldpolitischen Souveränität der Vorteil des Stabilitätsimports gegenübersteht. Gleichwohl muss die Bindung glaubwürdig sein, weil ansonsten Gefahren von spekulativen Attacken bestehen. Dies legt es nahe, die Bindung so eng wie möglich, z.B. in Form eines „currency board“, auszugestalten. Insofern scheinen für solche Länder ohnehin eine eindeutige Fixierung der Kurse oder ein Floating die einzigen nachhaltigen Alternativen darzustellen.

### **Interventionen bei flexiblen Kursen**

Sind für das Gefüge zwischen Dollar, Euro und Yen grundlegende Veränderungen des Weltwährungssystems ausgeschlossen, so kann gefragt werden, ob es im Rahmen prinzipiell flexibler Wechselkurse Veränderungen gibt, die eine Verminderung der Wechselkursvolatilität und eines eventuellen Misalignments bewirken. Eine Möglichkeit bestünde in der Koordinierung der Wirtschaftspolitik. Damit würde man aber wiederum eine Veränderung der Prioritäten der Regierungen und Zentralbanken in den beteiligten Ländern fördern. Gerade hierzu scheinen die Regierungen aber nicht bereit zu sein.

Ein anderer Vorschlag besteht im Einsatz von Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken. Um z.B. eine Schwäche der eigenen Währung zu beseitigen oder eine weitere Schwächung zu verhindern, sollte die Zentralbank Währungsreserven verkaufen. Voraussetzung für die Durchführung von Interventionen ist die Vorstellung eines Wechselkursziels oder zumindest einer Wechselkursziel-

zone. Ein solches Ziel würde sich an einem wie auch immer definierten gleichgewichtigen Wechselkurs ausrichten. In letzter Zeit scheinen eine Reihe von Politikern, Zentralbankvertretern und Ökonomen Interventionen zugunsten des Euro positiv gegenüberzustehen, obwohl aus ihren Äußerungen eher kritische Töne hinsichtlich der Vorstellung eines Wechselkurszieles zu entnehmen sind. Dies erscheint jedoch inkonsistent. Es kann vermutet werden, dass die ablehnende Haltung gegenüber Wechselkurszielen die Schwierigkeit, den fundamentalen Gleichgewichtskurs zu bestimmen, reflektiert. Hält man dessen Berechnung jedoch für unmöglich, muss man konsequenterweise auch Interventionen ablehnen. Hält man seine Bestimmung dagegen für möglich, wären Interventionen nur dann sinnvoll, wenn davon ausgegangen werden kann, dass über Interventionen eine Wechselkursstabilisierung in die gewünschte Richtung möglich ist.

Bei der Diskussion der Wirkungen von Devisenmarktinterventionen ist zwischen sterilisierten und nicht-sterilisierten Interventionen zu unterscheiden. Bei nicht-sterilisierten Interventionen lässt die Zentralbank jene Geldmengenänderungen zu, welche durch die Veränderung der Währungsreserven herbeigeführt werden. Würde die EZB den Euro durch solche Interventionen stützen, müsste sie Devisen verkaufen und es käme zu einer Kontraktion der Euro-Geldmenge. Daraufhin würden die Zinsen steigen, wodurch letztlich die Stärkung des Euro erfolgen würde. Wäre dieser Übertragungsmechanismus jedoch durch Interventionen intendiert, so könnte die gleiche Wirkung von kontraktiven geldpolitischen Maßnahmen ausgehen. Der Vorteil eines solchen kontraktiven geldpolitischen Ein-

griffs bestünde darin, dass auf eine Intervention verzichtet und somit einem Verlust von Währungsreserven vorgebeugt würde.

Aufgrund der angeführten Überlegungen denken Befürworter von Interventionen meist an die sterilisierte Form. Hierbei würde die EZB bei einer Stützung des Euro durch Verkauf von Währungsreserven die entstehende Geldmengenreduktion durch eine parallele expansive Geldpolitik kompensieren. Die kontraktiven Geldmengeneffekte der Intervention würden so neutralisiert, die Geldmenge und der Zins blieben damit unverändert. Wenn von einem derartigen wirtschaftspolitischen Eingriff anhaltende Wirkungen auf den Wechselkurs ausgehen, so besäßen Zentralbanken neben der Geldpolitik ein zusätzliches Instrument. In der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung ist allerdings umstritten, ob solche Interventionen den Wechselkurs beeinflussen können. Die bekannteste Veröffentlichung hierzu stammt von Kathryn Dominguez und Jeffrey Frankel aus dem Jahr 1993 („Does Foreign Exchange Intervention Work“). Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass sterilisierte Interventionen den Wechselkurs nur unter ganz restriktiven Voraussetzungen beeinflussen können. Dazu gehört, dass sie als gemeinsame Aktion der beteiligten Zentralbanken erfolgen. Bezogen auf den Kurs des Euro gegenüber dem Dollar müsste also die amerikanische Zentralbank bereit sein, Interventionen zur Schwächung des Dollar durchzuführen. Hiervon ist aber momentan wohl kaum auszugehen, da dies die Konjunktur in den USA noch weiter anheizen würde.

#### Fazit

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die mit dem Hinweis auf die

deutliche Euroabwertung vorgetragene Hypothese, das internationale Weltwährungssystem bedürfe einer Änderung, sowohl unter theoretischen als auch empirischen Gesichtspunkten problematisch erscheint. Wechselkursschwankungen können nur dann reduziert werden, wenn die Regierungen der beteiligten Länder in ihrer Politik stärker die außenwirtschaftlichen Wirkungen beachten. Dies setzt eine Prioritätenverlagerung in der Wirtschaftspolitik voraus, die auch bedingt, dass die Verfolgung anderer Ziele, wie sie in der „impossible trinity“ zum Ausdruck kommen, mehr in den Hintergrund tritt. Befürworter von Interventionen und Wechselkurszielen sollten deutlich machen, welches Ziel sie bereit sind zurückzustellen.

Bei der Abwägung der Vor- und Nachteile der verschiedenen währungspolitischen Optionen ist zu bedenken, dass die aus Schwankungen des Eurokurses entstehenden ökonomischen Kosten für Handel und Investitionen für die EWU als großem und vergleichsweise wenig offenem Währungsraum deutlich geringer sind, als dies für die einzelnen Mitgliedsstaaten vor Errichtung der EWU der Fall war. Schließlich ist auch zu bedenken, dass jeder Eingriff in die Wechselkursbildung mit dem Problem der Bestimmung eines längerfristigen gleichgewichtigen Wechselkurses verbunden ist. Somit mag man zwar die Wechselkursschwankungen zwischen den großen Handelswährungen als nachteilig ansehen, man könnte aber gleichzeitig die Kosten, die das aktuelle System für die einzelnen Volkswirtschaften mit sich bringt, als geringer einschätzen als die Kosten der angebotenen währungspolitischen Alternativen.