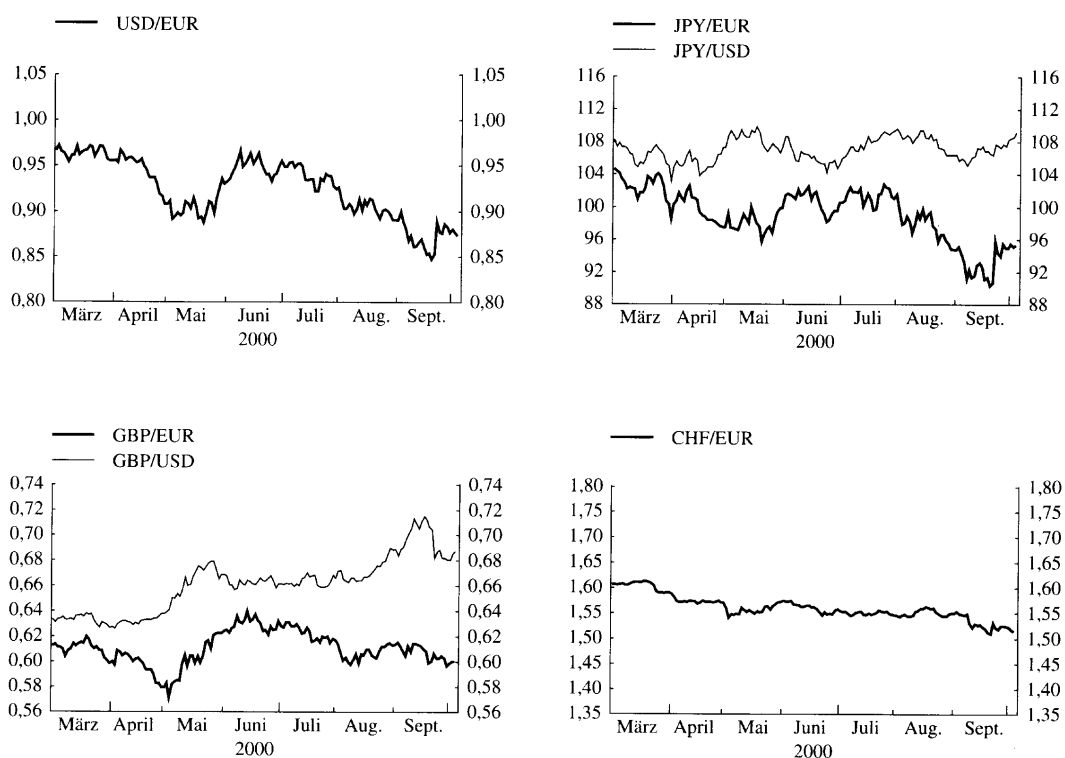


## **EURO- ZWISCHEN ABWERTUNG UND AUFWERTUNGSPOTENTIAL**

**Thesen, vorgelegt zum Gespräch mit Volkswirten in Korea (Seoul) am 28.11.2000  
im Rahmen einer Veranstaltung der Friedrich-Ebert-Stiftung Korea**

### **1. Talfahrt des Euro – zu Ende?**

Als die Gemeinschaftswährung im Euroland am ersten Börsentag nach Neujahr 1999 gehandelt wurde, da war das Schwärmen über einen gelungenen Bilderbuchstart nahezu einhellig. Nach der offiziellen Fixierung des Preises eines Euro mit 1,168 US\$ (1 US\$ = 1,6745 DM) erreichte der Wechselkurs zum Börsenbeginn in Europa 1,855 US\$. Im Durchschnitt des ersten Monats kostete ein Euro stattliche 1,1608 US\$. Jedoch verlor danach der Außenwert des Euro gegenüber wichtigen anderen Währungen Zug um Zug an Wert (vgl. Schaubild). Die symbolträchtige Parität 1 Euro = 1 US \$ ist mittlerweile deutlich unterschritten worden. Anfang November 2000 rutschte der Euro auf das bisherige Tief von 0,8587 US \$. Damit kostet ein US\$ 2,28 DM. Da halfen auch mehrer Interventionen durch die Europäische Zentralbank, die massiv Euro aufgekauft, nicht viel. Im Vergleich zur ersten Notierung nach Öffnung der Devisenbörsen in Europa hat der Euro gegenüber dem US\$ bis Anfang November dieses Jahres um knapp 26 % abgewertet. Aber auch der japanische Yen konnte trotz der tiefen Strukturkrise Japans gegenüber dem Euro an Wert gewinnen (Index = 100 für Januar 1999 sank um 32 Prozentpunkte; siehe Grafik). Für das währungspolitische Zusammenwachsen innerhalb der EU von besonderer Bedeutung ist auch die deutliche Abwertung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling. Dieser Wertverlust der Euro-Devisen belastet die Bemühungen der britischen Regierung, in das Euroland einzutreten. Seit Ende November gibt es erste Anzeichen für eine Umkehr des US-\$-Preises für Euro. Ob sich eine nachhaltige Umkehr in Richtung Euro-Aufwertung vollzieht, ist noch ungewiss. Wachsende Risiken der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA erklären die lang erwartete Ausschöpfung des Aufwertungspotentials.



## 2. Euro- Was ist das?

2.1. Vor der Suche nach den Ursachen für diesen Preisverfall des Euro und nach dessen künftiger Entwicklung ist in Erinnerung zu rufen: Zum 1.1.1999 sind die bisherigen Währungen der elf Mitgliedsländer in den einheitlichen Euro eingeschmolzen worden. Auf Basis des Vorläufers ECU (European Currency Unit) wurden bereits Anfang Mai 1998 die Wechselkurse fixiert und im Währungskorb gewichtet zusammengefaßt. Was oft vergessen wird, der gemeinsame Wille der elf Notenbanken, diese Wechselkurse mit Interventionen entschieden zu verteidigen, ist gegen alle Befürchtungen, Spekulanten könnten diese testen, gelungen. So kamen die **unwiderruflichen** Umrechnungskurse zwischen den beteiligten Währungen gegenüber dem Euro zustande. Gehandelt wird an den Devisenbörsen der Welt beispielsweise nicht mehr die DM, sondern nur noch der Euro. Über die unveränderbare Umrechnungsrelation der DM gegenüber dem Euro läßt sich der DM-Preis für einen US\$ ableiten (vgl. oben). Gegenüber dem Euro und damit zwischen den beteiligten Währungen traten zum 1. 1. 1999 die folgenden „unwiderruflichen Umrechnungskurse“ – berechnet auf der Basis des ECU - in Kraft:

---

1 Euro =	40,3399	Belgische Franken
=	1,95583	Deutsche Mark
=	166,386	Spanische Peseten
=	6,55957	Französische Frank
=	0,787564	Irische Pfund
=	1936,27	Italienische Lire
=	40,3399	Luxemburgische Franken
=	2,20371	Niederländische Gulden
=	13,7603	Österreichische Schilling
=	200,482	Portugiesische Escudos
=	5,94573	Finnmark

Gegenüber den 16 Mitgliedsländern der EU haben also lediglich 11 Länder ihre Währungen in den Euro eingeschmolzen. Nicht zum Euroland gehören: Dänemark (durch eine Volksbefragung jüngst nochmals bestätigt); Großbritannien, weil es den Beitritt nicht wollte; Griechenland und Schweden, die jeweils die ökonomischen Eintrittskriterien (Konvergenzkriterien, die ein Mindestmaß an makroökonomischen Bedingungen für einen stabilen Geldwert der jeweiligen Mitgliedswährung sicherstellen sollen) nicht erfüllt haben. Die dänische Krone sowie die griechische Drachme sind derzeit allerdings gegenüber dem Euro in ein System fester Wechselkurse mit Schwankungsmargen (oberer und unterer Kurs) und Interventionspflicht eingebunden (Europäisches Währungssystem II).

2.2. Aus den festen Umrechnungskursen zum Euro lassen sich auch die Relationen zwischen den beteiligten Währungen berechnen. So liegt der unwiderrufliche Umrechnungskurs für die DM in Französische Franc bei:  $100 \text{ FF} = 29,81643 \text{ DM}$ . Zwischen den beteiligten Währungen gibt es keine frei schwankenden Wechselkurse mehr. Wer nach Spanien im Sommer reist, kann ohne Wechselkursrisiko die Hotelrechnung in DM umrechnen. Nur noch für den Umtausch erheben die Banken allerdings zum Teil völlig überhöhte Gebühren. Diese Umrechnungskurse und mit ihnen auch die Gebühren für den Umtausch werden schließlich endgültig verschwinden, wenn die bisher beibehaltenen Banknoten und Münzen der Mitgliedsländer ab Anfang 2002 durch Euromünzen und -noten ersetzt werden. In der Übergangsphase sind die national noch existenten Noten und Münzen lediglich Erscheinungsformen des Euro.

Die starke Abwertung des Euro könnte zu der Idee verleiten, die Wechselkurse, die die Basis für die Umtauschrelationen bilden, anzupassen. Würde dieser Weg gewählt, dann wäre die Währungsunion gescheitert. Sie existiert nur, wenn die Zusammensetzung des Euro aus den einzelnen Währungen niemals mehr verändert wird.

2.3. Die Basis des Euro sind die unwiderruflich fixierten Umrechnungskurse. Die ehemals nationalen Währungen sind solange lediglich unterschiedliche Erscheinungsformen des Euro bis schließlich deren Umtausch in Euro und Cents erfolgt.

Der Euro ist Recheneinheit und verfügt über die Zahlungsmittelfunktion. Als Devisen stellt er heute bereits einen Vermögenswert dar, der jeweils in die nur noch nominal existierenden Währungen der beteiligten Länder umgerechnet werden kann. Die Akzeptanz des Euro ist jedoch außerhalb und innerhalb der Mitgliedsländer dadurch belastet, dass er bis zum endgültigen Umtausch in den (noch) nationalen Währungszeichen ausgedrückt wird.

### **3. Bewertung des Euro: Unterscheidung zwischen Binnen- und Außenwert**

3.1. Die deutliche Abwertung des Euro nach seiner Geburt am 1.1.1999 lässt Mutmaßungen und gelegentlich auch abenteuerliche Spekulationen über die Ursachen dieses Bedeutungsverlustes sprießen.

Die Fundamentalkritiker, die das Menetekel einer „Desperadowährung“ von Anfang an die Wand gemalt haben, fühlen sich bereits bestätigt. Aber auch die ernsthaften Kritiker, die darauf hinweisen, daß die Währungsunion nur funktionieren könne, wenn der Grad ökonomischer Kohäsion ausgebaut wird und schließlich auch die Politische Union funktioniert, scheinen Recht zu bekommen. Dagegen lobt insbesondere die deutsche Exportwirtschaft die Preisvorteile in der internationalen Konkurrenz, die die Abwertung des Euro gegenüber dem US\$ und dem japanischen Yen hervorbringt. Die Warenimporteure klagen hingegen über steigende Preise im Zuge der Aufwertung des US \$. Das Gespenst des Inflationsimports macht die Runde. Schließlich ist der massive Anstieg der Ölpreise auf DM-Basis auch auf den Verlust an Außenwert des Euro gegenüber dem US\$ zurückzuführen.

3.2. Bei der Bewertung des Euro muss jedoch – wie bei jeder anderen Währung auch – zwischen dem Binnen- und Außenwert unterschieden werden. Allerdings kann die Abwertung des Außenwerts einer Währung zum Verfall ihres Binnenwerts beitragen. Sinkt der Außenwert des Euro, dann verbessern sich (exogen) die Wettbewerbsbedingungen („windfall profits“). Die Preise für Warenimporte (in US \$ fakturiert) steigen und dadurch kann der Binnenwert sinken, also eine sich verstärkende Inflation ausgelöst werden. Vorteilen für die warenexportierende Wirtschaft durch eine Euro-Abwertung stehen Nachteile gegenüber: Verteuerung der importierten Waren, aber auch Verlust an Attraktivität als Anlagewährung.

### **4. Immer noch erfreulich stabiler Binnenwert des Euro**

Der Binnenwert des Euro wird durch die Veränderung der im Preisindex zusammengefassten Preise definiert. Beim Binnenwert des Euro wird üblicherweise der „Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)“ herangezogen. Dieser HVPI fiel im ersten Jahr des Euro mit einem Anstieg von 1,1% ausgesprochen niedrig aus. Da die Europäische Zentralbank eine Ziel-Inflationsrate bis 2% als maximal zulässig definiert, sah sie sich auch nicht veranlaßt, mit einer restriktiven Geldpolitik die Preisbildung zu bändigen. Erst in den kommenden Wochen wird die Geldentwertungsrate bis 2,8% zunehmen. Dafür maßgeblich verantwortlich ist die Verteuerung des Querschnittprodukts Öl und damit der Energiepreise auch durch die Abwertung des Euro. Das Wachstum der Kerninflationsrate – also vor allem ohne Energiepreise – liegt mit 1,4% immer noch deutlich unter der gerade noch geldpolitisch zugelassenen Zielinflationsrate. Übrigens, gegenüber den USA ergibt sich eine geringer Geldentwertung im Euroland. Bedenklich sind jedoch die sich wieder stärker auseinander entwickelnden Inflationsraten zwischen den Mitgliedsländern in der Eurozone. Gegenüber dem durchschnittlichen Anstieg von 2,0% im Januar 2000 verzeichnete Irland einen Zuwachs von 4,4%, Luxemburg mit 3,5% und Spanien mit 2,9%. Diese Auseinanderentwicklung der Inflationsraten hat sich in den letzten Monaten vertieft. Damit wird eine einheitliche Geldpolitik im Euroland erschwert. Wird sie restriktiv ausgerichtet, so ist sie für das Land mit hohen Inflationsraten angemessen, während die ökonomische Entwicklung in Mitgliedsländern mit Geldwertstabilität belastend wirkt.

Zur Entwicklung der gesamten Inflationsrate gibt es jedoch Hinweise, daß sich bis Anfang des neuen Jahres die Teuerung im Euroland wieder abflachen, vor allem wenn sich der Buckel im Bereich der Energiepreise abbauen wird. Auch durch eine Aufwertung des Euro könnte die Geldentwertung reduziert werden. Ein Fehler wäre es, wenn die Europäische Zentralbank die Geldbeschaffung über eine weitere Erhöhung ihrer Leitzinssätze mit dem Ziel, die Energiepreise zu bändigen, verteuern würde. Die Zentralbank darf nicht einen Preis bzw. Preissegment innerhalb der sich über die Märkte bildenden relativen Preise geldpolitisch ins Visier nehmen. Ihre Zielgröße ist die in einem Index zusammengefasste Veränderung des Preisniveaus. Schließlich müsste die gegenüber dem Ölpreisanstieg zur Erfolglosigkeit verdamnte monetäre Restriktionspolitik die wirtschaftliche Aufschwungsdynamik belasten.

### **5. Euro- Außenwert: Ist eine Wende in Richtung Aufwertung zu erwarten?**

5.1. Die Versuche, den Wertverlust des Euro an den Devisenbörsen zu erklären, sind von äußerst unterschiedlicher Qualität. Mangelndes Vertrauen in den Euro wegen der pragmatischen Geldpolitik und der Vorwurf unzureichender Geschlossenheit der Europäischen Zentralbank werden vermutet. Auch wird die hoch sensible Reaktion der Devisenhändler auf nur geringfügig voneinander abweichende Äußerungen der Verantwortlichen zur Deutung der Euro-Abwertung herangezogen. Schließlich steht der Vorwurf institutioneller Verkrustungen, ja sklerotischer Zustände im Euroland, also unzureichende Flexibilisierung insbesondere der Arbeitsmärkte, vor allem im Vergleich mit den USA, im Raum. Auch der sicherlich noch viel zu schwachen Politischen Union wird zur Belastung des Euro.

5.2. Eine angemessene Ursachenforschung zur Entwicklung des Euro zu betreiben, ist schwer. Schließlich ist niemand derzeit in der Lage, einen einigermaßen gleichgewichtigen, also zur Eurowirtschaft im internationalen Vergleich passenden Wechselkurs abzuleiten. Gegenüber denjenigen, die dies behaupten, ist größte Vorsicht geboten. Unlängst hat der Nobelpreisträger G. S. Becker (USA) darauf hingewiesen, dass eben auch Verantwortliche in den Notenbanken und selbst kluge Ökonomen letztlich nicht die Frage beantworten können, ob der Euro ökonomisch unterbewertet ist oder nicht.. Die Einflüsse auf die Wechselkurse sind vielfältig und widersprüchlich. Der Preis einer Währung wird schon lange nicht mehr allein durch Kaufkraftunterschiede und damit den Handel mit Gütern und Dienstleistungen bestimmt. Vielmehr stehen Devisenkurse unter dem Einfluß internationaler Anlagegeschäfte auf den Geld- und Kapitalmärkten. Hier spielen wiederum die unterschiedlichen Renditeerwartungen sowie Kapitalmarktzinsen zwischen dem In- und Ausland eine Rolle. Schließlich sind Devisen, also auch der Euro, Vermögenswerte, deren An- und Verkauf stark durch Spekulationen auf künftige Kursveränderungen und damit auch Herdenverhalten beeinflusst wird. Die spekulativ bedingte Volatilität (Flutterhaftigkeit) der Devisenkurse ist selbst mit hoch komplexen Modellen in Anlehnung an die Abbildung von Informationsnetzungen und –verarbeitung im Rahmen der Hirnforschung nicht realitätsbezogen erklärbar.

5.3. (Scheinbare) Widersprüche bei der Erklärung des Euro-Außenwerts zeigen sich beim Bezug auf die Fundamentaldaten im Vergleich mit dem Aufwertungsland USA. Mit den Fundamentaldaten rückt die Erklärung des Wechselkurses die Performance einer stark außenwirtschaftlich verflochtenen Gesamtwirtschaft in den Vordergrund. Dazu gehören der Vergleich der Inflationsentwicklung, der Produktivität, der wirtschaftlichen Wachstumsraten, der Leistungsbilanz (Zusammenfassung der Handels-, Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz) und der Kapitalverkehrsbilanz. Abgesehen vom Wirtschaftswachstum steht das Euroland bei den meisten Fundamentaldaten besser dar.

Dies verhindert jedoch nicht die niedrige Bewertung des Euro gegenüber dem US\$. Der Widerspruch lässt sich nach den Überlegungen von Paul De Grauwe von der katholischen Universität Löwen in den Niederlanden durchaus auflösen. Nicht die Fundamentaldaten bewegen den Euro, sondern der Euro wird durch die Art der Interpretation der Fundamentaldaten bewegt. Es ist die Euro-Abwertung, die die Analysten veranlasst, die Fundamentaldaten rauszusuchen, die diese auch erklären. Gesucht werden nicht die News, die die Aufwertung des Euro nahe legen, sondern Hinweise auf dessen Abwertung. Also, die psychologisch beschränkte Wahrnehmungsfähigkeit der Analysten unter dem Regime der Euro-Abwertung verstärkt diese eher. Diese einseitige Wahrnehmung von Fundamentaldaten erfolgt nach Meinung von Insidern auch über die Pausengespräche der Devisenhändler etwa in den Pubs und Wine Houses im Finanzviertel Londons. Dort rumzuspionieren, bringt viel Erkenntnisse über die zum Teil auch irrationalen, jedoch relevant werdenden Bewertungen der Devisenkurse. Diese auf Wahrnehmungsdefiziten aufbauende Spekulationen kann die Europäische Zentralbank kaum beeinflussen. Daher wird ihr eine Politik des „benign neglect“ empfohlen

Allerdings dürfen diese im Herdentrieb wirksamen Einflüsse auch nicht überschätzt werden. Die vielfach geäußerte Behauptung, die Kakophonie der Stimmen zum Euro – selbst zwischen Mitgliedern der EZB – würde die Devisenhändler die Macht geben, die Abwertung des Euro gegenüber dem US\$ von 30% durchzusetzen, ist eher abstrus. Sie zeugt von einer Überschätzung des längerfristigen Einflusses der Meinungen von Devisenhändlern. Es gibt immer noch harte ökonomische und politische Fakten, die doch längerfristig die Bewertung prägen. Allerdings ändert der derzeit inflationierte Hinweis, wegen der Fundamentalfaktoren müsse der Euro aufwerten, wenig an seinem derzeitigen Zustand. Noch scheinen die Devisenhändler, über die Hoheit der unangemessenen Deutung der Fundamentaldaten zu haben. Das kann und wird sich wohl schnell ändern. Vollziehen sie schließlich den Wechsel zur Aufwertung des Euro, dann können sie auch wieder ein den Fundamentaldaten widersprechende Überbewertung im Herdentrieb durchsetzen.

5.4. Die wichtigsten Einflussfaktoren auf den Euro-Wechselkurs werden nachfolgend angeboten:

- Am Anfang steht die wichtige Frage, ob bei der Geburt des Euro der Außenwert nicht schlichtweg zu hoch angesetzt worden ist. Ende 1998 herrschte eine große „Euro-Phorie“. Schließlich konnten bereits ab Anfang Mai 1998 die zwischen den Notenbanken vereinbarten Wechselkurse, die dann die Basis für die Umrechnungskurse bildeten, ohne Interventionen auf den Devisenmärkten bis Ende 1998 gehalten werden. Die damaligen Wechselkurse spiegelten wohl die positiven Erwartungen in den Euro auf den Devisenmärkten zutreffend wider. Insoweit sich heute diese Erwartungen in den Euro als überzeichnet erwiesen haben, war seine Abwertung unvermeidbar.

- Gemessen an der Entwicklung der Leistungsbilanz (Handels-, Dienstleistungs- Einkommensübertragungsbilanz sowie Bilanz der laufenden Übertragungen) hätte der Euro-Wechselkurs gegenüber dem US\$ nicht an Wert verlieren dürfen, ja eher hinzugewinnen müssen. Während das Euroland noch 1999 einen Überschuss von knapp 30 Mrd. Euro verzeichnen konnte, der erst ab Anfang 2000 nur leicht in ein Defizit umschlug, baute sich in den USA ein Leistungsbilanzdefizit von über 350 Mrd. US\$ auf. Ursache dafür sind die hohen Überschüsse an Importen von Gütern und Dienstleistungen in die USA gegenüber deren Exporte. Die stärkere Nachfrage nach ausländischen Devisen und spiegelbildlich das hohe Angebot an US\$ hätte partiell betrachtet zu dessen Abwertung

führen müssen. Den USA gelingt es dagegen offensichtlich immer wieder, durch einen weit darüber hinausgehenden Zufluss von Kapital, dieses Leistungsbilanzdefizite durch Verschuldung in der Welt zu finanzieren und schließlich den \$-Außenwert zu steigern. Die USA wirkt mehr denn je wie ein sicherer Hafen für Kapitalanleger. Eine entscheidende Rolle spielt hierbei auch die politische Stabilität der USA, die letztlich durch das Stimmzetteldebakel bei der jüngsten Präsidentenwahl wohl nicht zu erschüttern sein wird.

- Der Kapitalzufluss ist nachhaltig durch die auf den Aktienmärkten zu erzielenden höheren Renditen sowie auf die höheren Kapitalmarktzinssätze in den USA zurückzuführen. Der Zinssatz für Renditen für Staatsanleihen über zehn Jahre liegt in den USA immer noch knapp einen Prozentpunkt über dem Wert im Euroland. Diese Renditen- bzw. Zinsdifferenz stärkt den US\$. Mit der Erwartung einer weiteren Aufwertung des US\$ bzw. zumindest einer Wechselkursstabilität ziehen höhere Zinssätze und Renditen ausländisches Kapital in die USA an. Spiegelbildlich dazu ist schon 1998 in enorm hohem Ausmaß Kapital aus dem Euroland abgeflossen.

In Form von Direktinvestitionen ging 1999 dem Euroraum Kapital im Umfang von 138,8 Mrd. Euro verloren. Hinzu kamen allein im ersten Quartal 2000 (netto) 192,6 Mrd. DM an Wertpapieren, die außerhalb des Euros angelegt wurden. Eine neue empirische Untersuchung zeigt, dass die Veränderung der Differenz der (realen) Drei-Monats-Zinssätze die faktische Entwicklung der Euro/US\$-Relation recht gut erklärt. Also, der Einfluss der Kapitalanleger auf die Entwicklung der Wechselkurse hat eindeutig zugenommen. Um Wechselkursveränderungen zu verstehen, müssen die Motive der international disponierenden Kapitalanleger genauer untersucht werden.

- Sicherlich hat vor allem das langanhaltende Wirtschaftswachstum in den USA gegenüber dem Euroland positiven Einfluss in Richtung Aufwertung des US\$. Immer wieder wird formuliert: Die Stärke des US\$ ist Ausdruck der positiven Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums im Verhältnis zum Euroland. Die USA befindet sich seit 1991 im zehnten Jahr ihres längsten Aufschwungs in ihrer bisherigen Geschichte. Diese positive Wachstumsdynamik spiegelt sich in vergleichsweise hohen Renditen in der Produktionswirtschaft wider. So lange die Erwartungen in anhaltendes Wirtschaftswachstum gegeben sind, steht der US\$ unter Aufwertungsdruck. Die sich derzeit nach hoher Wachstumsdynamik abzeichnende „weiche Landung“ der US-Konjunktur müsste in Richtung Euro-Aufwertung wirken. Erste Anzeichen sind seit Ende November 2000 durchaus erkennbar. Die ökonomisch positiven Erwartungen im Euroland gegenüber den USA erklären den Wechsel zur leichten Aufwertung des Euro. Wenn jedoch die US-Notenbank die Zinssätze erhöht, um die Inflationsgefahr zu bannen, werden dollarstärkende Kapitalmarktanlagen in den USA noch attraktiver. Aber auch eine expansive Geldpolitik durch Zinssatzsenkung, die Alan Greenspan andeutet, könnte wieder die Erwartungen in hohes wirtschaftliches Wachstum der USA stärken und somit den Abwertungsdruck auf den Euro wieder erhöhen.

- Als Währungsreserve hatte der Euro zuerst an Bedeutung gewonnen. Notenbanken in Südostasien hielten Reserven in Euro. In den letzten Monaten sollen die Euro-Währungsreserven an Bedeutung verloren haben. Entscheidend ist jedoch auch die Bereitschaft der Privaten, den Euro als Anlagewährung zu nutzen. Hier sind deutliche Verluste zu registrieren. Große Anleger sind wegen seiner Abwertung mit Verlusten aus dem Euro geflüchtet und haben diese somit verstärkt.

- Zweifellos offenbart sich in der Schwäche des Euro eine deutliche Skepsis gegenüber der ökonomischen Homogenität dieses Währungsraums sowie insbesondere gegenüber der Kraft zu einer einheitlichen Politik. Während beispielsweise in den USA ein Finanzminister zuständig ist, sind es im Euroland elf Finanzminister, die zum Teil ohne großen Erfolg um Kompromisse ringen (etwa einheitliche Regeln bei der Zinsbesteuerung). Die Entscheidung, mit der einheitlichen Euro-Währung die Dynamik der Integration auf allen anderen Politikfeldern erzwingen zu wollen, erweist sich jetzt als Bumerang. Defizite bei der Politischen Union führen zwangsläufig zu Zweifeln an der Stabilität des Währungsraums. Um so wichtiger ist es, die Defizite einer Politischen Union abzubauen.

Die hier angesprochenen Faktoren müssten insgesamt in Richtung einer Aufwertung des Euro wirken. Es gibt ernstzunehmende Modellrechnungen, die zeigen, dass der Euro über ein Aufwertungspotential in Richtung 1 Euro = 1,10, ja bis zu 1,30 US\$ verfüge. Dafür spricht auch, dass die Integration der Geld- und Finanzmärkte zur Durchsetzung geldpolitischer Ziele im Euroland deutlich zugenommen hat. Die objektiv-günstigen Fundamentalfaktoren reichen offensichtlich nicht aus, das Aufwertungspotential zu realisieren. Derzeit dominieren die (skeptischen) Meinungen über die ökonomischen Chancen des Eurolands. Diese Deutungen zu korrigieren, ist schwer, jedoch mit einer überzeugenden Politik für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung möglich.

Maßnahmen zur Aufwertung des Euro könnten sein:

- Interventionen auf den Devisenmärkten durch Kauf des Euro und Verkauf der aufwertenden Währungen können allerdings nur sehr kurzfristig sinnvoll sein. Das zeigen die mehrfachen Stützungskäufe zugunsten des Euro – zum Teil auch in Absprache mit den Notenbanken in den USA und Japan. Sie durchkreuzen die Dispositionen der Devisenhändler unter der Annahme einer sich fortsetzenden Abwertung und machen sie dadurch unkalkulierbar (so zu Recht auch Otmar Issing). Der bereits zitierte US-Ökonom G.S. Becker betont dagegen die prinzipielle Erfolglosigkeit solcher Interventionen. Sie sind – so seine Aussage - nur sinnvoll, wenn die Abwertungserwartungen explosionsartig auftreten. Das Muster der bisherigen Euro-Abwertung legt die Möglichkeit nahe, mit dem Kauf von Euro die Aufwertungserwartungen gegenüber den Währungen zu bremsen. Solche Interventionen sind durchaus in der Lage, das Klima für die Ausschöpfung des Aufwertungspotenzials zu verbessern. Sie können jedoch aus sich heraus einen nachhaltigen Prozess der Aufwertung nicht freisetzen. Es stellt sich auch die Frage, ob die Devisen im Portefeuille der EZB angesichts der tagtäglichen Umsätze in Milliardenhöhe ausreichen, um zielgerichtete Wirkungen auszulösen. Noch Mitte dieses Jahres verfügte das Europäische System der Zentralbanken über mehr als 350 Mrd. Euro an ausländischen Devisen. Das ist im Vergleich zu den Tagesumsätzen des Euro nicht allzu viel.

- Die Geldpolitik der EZB muss mit ruhiger Hand und vor allem geräuschlos durchgesetzt werden. Die seit November letzten Jahres in sechs Trippelschritten vollzogene Verteuerung der Liquiditätsbesorgung durch die Geschäftsbanken (Leitzinssatz derzeit 4,75%) erwies sich ziemlich nutzlos, ja schädlich. Nutzlos war sie, weil die Euro-Abwertung nicht verhindert werden konnte und schädlich, weil monetär die wirtschaftlichen Wachstumsmöglichkeiten monetär beschränkt wurden (vgl. zur monetären Lage im Euroland die Übersicht).



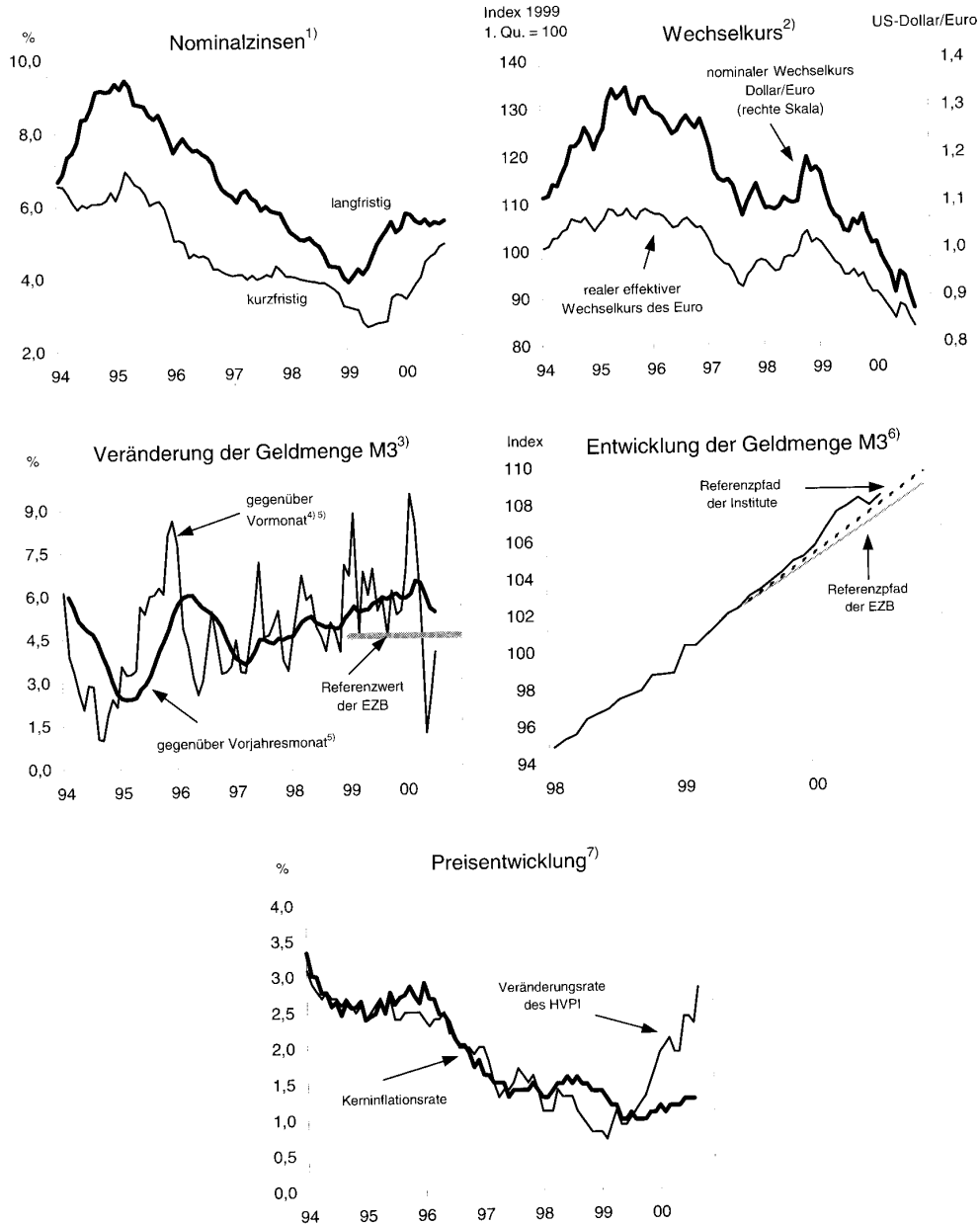
- Die vielfach aufgestellte Forderung, nach us-amerikanischem Vorbild müssten die Güter- und vor allem Arbeitsmärkte zur Stabilisierung weiter dereguliert werden, ist theoretisch nicht begründbar und empirisch nicht einsichtig. Die Mitgliedsländer in der EU sind gut beraten, die Produktivitätsressource soziale Stabilität der Arbeitsbedingungen und soziale Sicherung nicht zu demontieren, sondern zu stärken. Internationale Vergleiche zeigen, dass auf dieser Basis der rapide ökonomische und soziale Strukturwandel besser bewältigt werden kann.

- Der Euroaußenwert wird zweifellos durch die unzureichende Harmonisierung selbst der Wirtschafts- und Finanzpolitik belastet. Der Währung sowie der auf deren Stabilisierung ausgerichtete Geldpolitik fehlt eine verlässliche Einbettung in eine Politische Union. Um so wichtiger ist es, zumindest innerhalb der Wirtschafts- und Finanzpolitik die Harmonisierung voranzutreiben. Wer A – Währungsunion – sagt, der muss auch B – Wirtschaftsunion – sagen. So sollte ein Verantwortlicher für die Finanzpolitik beim Land mit der jeweiligen Präsidentschaft jeweils benannt werden und das Euroland international vertreten. Auch die Harmonisierung der für den Binnenmarkt relevanten Steuervorschriften sollte dringend durchgesetzt werden. Schließlich belasten die Unsicherheiten bei der Durchführung der Osteuropa-Integration den Euro. Deshalb sind verbindlich Aussagen über Voraussetzungen und den Zeitablauf der monetären Integration der osteuropäischen Aufnahmeländer zu fixieren. Derzeit wuchern eher den Euro belastende irrationale Spekulationen, weil keine Klärung dieser Fragen erreicht worden ist.

## **6. Fazit**

Also, die Abwertung des EURO signalisiert nicht eine tiefgreifende Krise der Europäischen Währungsunion. Der Binnenwert des Euro ist recht stabil, d.h. mit der Schaffung dieser Währung ist ein spezifisches Inflationsproblem nicht entstanden. Die sukzessive Abwertung des Euro-Außenwert steht im Widerspruch zu seinem Potenzial auf der Basis der Fundamentaldaten. Um dieses zu nutzen, bedarf es jedoch einer klaren Linie der Geldpolitik, die vor allem das reale Wachstum der Produktion stärken muss. Die Erwartung, über die Währungsunion würde insgesamt die Integrationsdynamik in der EU beschleunigt, war von Anfang mehr Wunsch als realistisch. Um so wichtiger ist es, Euroland ökonomisch zu stabilisieren und die politische Handlungsfähigkeit zu stärken. Dazu gehört auch der schnelle Beitritt der vier EU-Länder, die ihre Währungen noch nicht im Euro eingeschmolzen haben. Schließlich sollte die Ablösung der derzeit noch nationalen Erscheinungsformen des Euro durch den Umtausch in Euronoten und –münzen umgesetzt werden. Es gibt durchaus eine positive Perspektive für das Euroland. In jeglicher Hinsicht katastrophal wäre es, das Euro-Projekt durch den Regress zu nationalstaatlichen Notenbanken der bisherigen Mitgliedsländer abubrechen.

### Zur monetären Lage im Euroraum



<sup>1)</sup> Kurzfristig = 3-Monats-Euribor; langfristig = 10-Jahres-Staatsanleihen. — <sup>2)</sup> Vor 1999: ECU. — <sup>3)</sup> M3 = Bargeldumlauf, täglich fällige Einlagen, Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu 2 Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten, Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und -papiere, Schuldverschreibungen bis zu 2 Jahren; Index, Veränderungsrate in %. — <sup>4)</sup> Saisonbereinigt, auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>5)</sup> Zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt. — <sup>6)</sup> Index, saisonbereinigt. — <sup>7)</sup> HVPI = Harmonisierter Verbraucherpreisindex; Kerninflationrate = Veränderungsrate HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel.  
 Quellen: Europäische Zentralbank; Deutsche Bundesbank; Berechnungen der Institute.