

Quo vadis, EWU? Teil 5: Das Damoklesschwert Wechselkurs ist leider unentbehrlich

Von Friederike Spiecker | 31.07.2013 (editiert am 25.05.2016)

Ausgangspunkt dieser Beitragsserie war die Kritik Rudolf Hickels (die andere teilen) an Überlegungen, die Krise der EWU durch ein Ende des Euro in seiner jetzigen Form zu überwinden. Das Ergebnis der bisherigen Ausführungen lautete, dass ein Währungsverbund, dem mindestens ein "Hartwährungsland" angehört, gegen Spekulationswirren auf den Devisenmärkten und starke Handelsungleichgewichte helfen kann, wenn er über eine Kombination aus Wechselkurs- und Zinspolitik Inflationsdifferenzen ausgleicht. Um wenig vorhersagbar und damit möglichst nicht spekulationsanfällig zu sein, sollte der Mix, wann welche Instrumente und von welcher Notenbank eingesetzt werden, variieren. Je kleiner und je unsystematischer die Inflationsdifferenzen innerhalb des Verbundes sind, desto stabiler ist er. Denn dann verlocken keine großen und systematischen Zinsdifferenzen zu carry trades, und keine massive Auslandsverschuldung macht Wechselkursanpassungen absehbar und damit zum geeigneten Spekulationsobjekt.

Der Preis für die Kooperation der Mitglieder des Währungsverbundes besteht darin, dass die jeweilige nationale Geldpolitik an Unabhängigkeit einbüßt, auf die konjunkturelle Lage im eigenen Land angemessen reagieren zu können. Und zwar nimmt die Unabhängigkeit umso mehr ab, je größer die nationalen Inflationsdifferenzen der Mitglieder des Verbunds sind. Steht z.B. zu erwarten, dass die Inflationsrate eines Landes in einem Jahr um drei Prozentpunkte über der des preisstabilsten Unionsmitglieds liegt, muss das preisinstabilere Land einen spürbaren Abstand zu den Zinssätzen des "Hartwährungslandes" einhalten, um die inländische Preissteigerungsrate schnell zu drücken bzw. um Einfluss auf die Tarifpartner und damit auf die Lohnstückkostenentwicklung zu nehmen, welche die Inflationsentwicklung maßgeblich bestimmen. Das heißt aber, dass die Geldpolitik auf den landesinternen Zustand der Realwirtschaft weniger Rücksicht nehmen kann. Zieht etwa die Konjunktur im Hartwährungsland gerade an und werden daraufhin die dortigen Zinsen erhöht, muss die Notenbank des preisinstabilen Landes die kurzfristigen Zinsen ebenfalls erhöhen, auch wenn sich die Konjunktur in einer weniger komfortablen Zone bewegt. Das bedeutet aber, dass tendenziell eine höhere Arbeitslosigkeit in Kauf genommen werden muss, bis die Inflationsdifferenz (wieder) abgebaut ist.

Zum Glück gehen Phasen steigender Inflationsraten meist mit einem konjunkturellen Boom, Phasen sinkender Inflationsraten oft mit Abschwungtendenzen einher, so dass eine gegenläufige konjunkturelle Entwicklung zweier Staaten eines Währungsverbundes eigentlich eine Zinsreaktion der jeweiligen Geldpolitik nach sich zieht, die auch zu den währungspolitischen Erfordernissen des Währungsverbunds passt: Steigende Zinsen im Boom gegen die höhere Inflation sichern die Zinsparität genau so, wie das umgekehrt fallende Zinsen tun, die im Abschwung bei fallender Inflationsrate für konjunkturelle Anregung sorgen sollen. Das funktioniert aber nur dann einigermaßen, wenn das Niveau der Inflation eines Staates über den Konjunkturzyklus hinweg um ungefähr den gleichen durchschnittlichen Wert schwankt wie in den übrigen Ländern des Währungsverbundes. Liegt ein Land systematisch im Schnitt über den anderen Ländern, kann es mit seiner Geldpolitik nicht konjunkturgerecht agieren, wie im obigen Beispiel beschrieben.

Doch was ist mit einem Land, das im Schnitt systematisch unter den Inflationsraten der übrigen Mitglieder des Währungsverbunds liegt? Dieses Land, das man auch als "Ankerwährungsland" bezeichnen kann, behält seine volle geldpolitische Souveränität. Denn wenn es konjunkturell bergab geht, kann die Notenbank dieses Landes die kurzfristigen Zinsen bedenkenlos senken, weil seine Währung ohnehin tendenziell unter Aufwertungsdruck steht, also nicht über die Zinspolitik gestützt werden muss. Zieht die Konjunktur und mit ihr die Preissteigerungsrate an, steht einer Zinserhöhung ebenfalls nichts im Wege. Denn während die zunehmende Inflation die Grundtendenz zur Aufwertung mildert, wirken die steigenden Zinsen in die umgekehrte Richtung – eine Balance, die den Status des Ankerwährungslandes aufrecht erhalten dürfte.

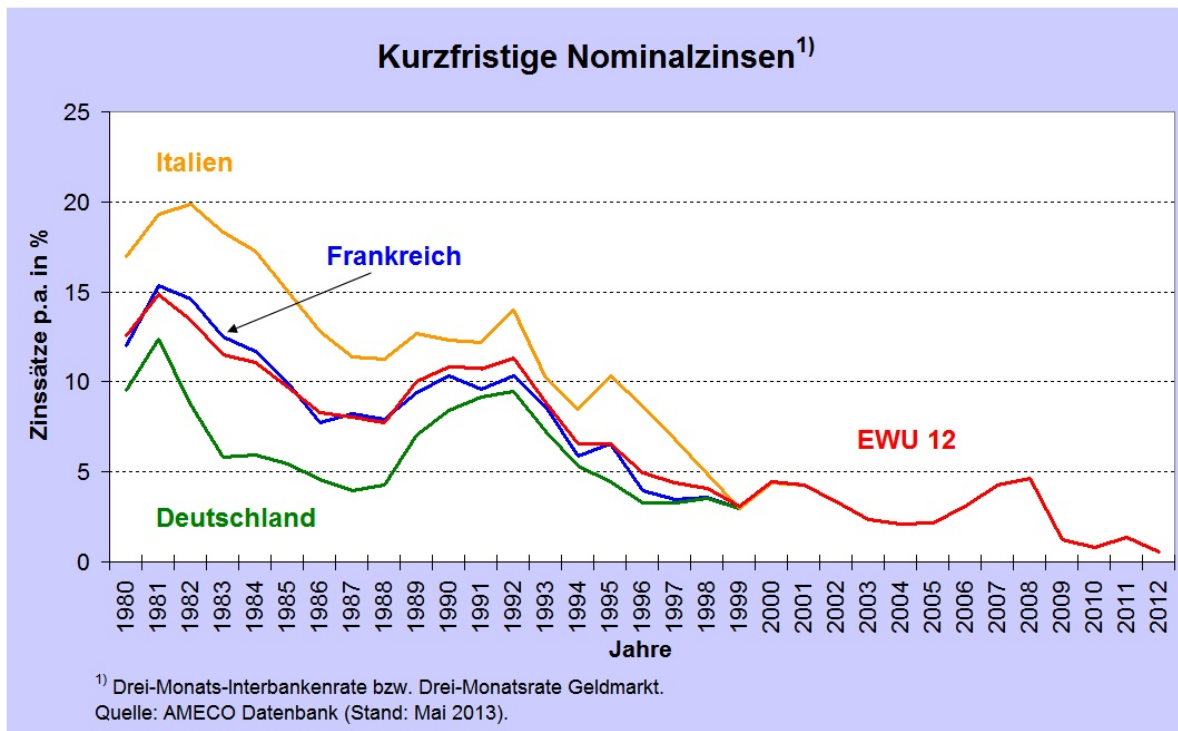
Mit anderen Worten: Die Position des Ankerwährungslandes in einem Währungsverbund ist wegen der geldpolitischen Souveränität vorteilhaft für das betreffende Land. Sie ist jedoch mit hoher Verantwortung gegenüber den anderen Mitgliedern verbunden. Denn letzten Endes kann es für kein Land gut ausgehen, wenn seine Nachbarn mit hoher Arbeitslosigkeit zu kämpfen haben, nur um außenwirtschaftliche Stabilität zu garantieren. Beide Ziele müssen in einem vernünftigen Verhältnis stehen, wenn der Währungsverbund auf breite und dauerhafte Akzeptanz stoßen soll. Dazu kann das Ankerwährungsland erheblich beitragen, indem es seine Geldpolitik in der Phase der Inflationsannäherung zwischen den Mitgliedern nicht allein auf die inländische Konjunktur abstellt, sondern die Situation in den anderen Ländern mit in Rechnung stellt, auch wenn es dafür kurzfristig eine etwas höhere Inflationsrate in Kauf nehmen muss.

Ist eine weitgehende Annäherung der nationalen Inflationsraten auf einem von allen Verbundmitgliedern für sinnvoll erachteten Niveau erreicht, ist es wichtig, dass das bisherige Ankerwährungsland seine Position nicht dadurch auf Biegen und Brechen zu verteidigen versucht, dass es eine noch geringere Preissteigerungsrate anstrebt. Denn es nützt nichts, die Handelspartner in einem Währungsverbund immer wieder um Längen zu schlagen, wenn man sie dadurch destabilisiert, weil sie einem dann entweder als Abnehmer der eigenen Exportgüter und/oder als währungspolitische Kooperationspartner abhandeln kommen.

Wie sah der Weg des Europäischen Währungssystems EWS im Vorfeld der Einführung des Euro aus? Um die Inflationsraten auf das Niveau des preisstabilsten Landes, des "Ankerwährungslandes" Deutschland, herunter zu schleusen, wählten die Zentralbanken der zukünftigen Euroländer

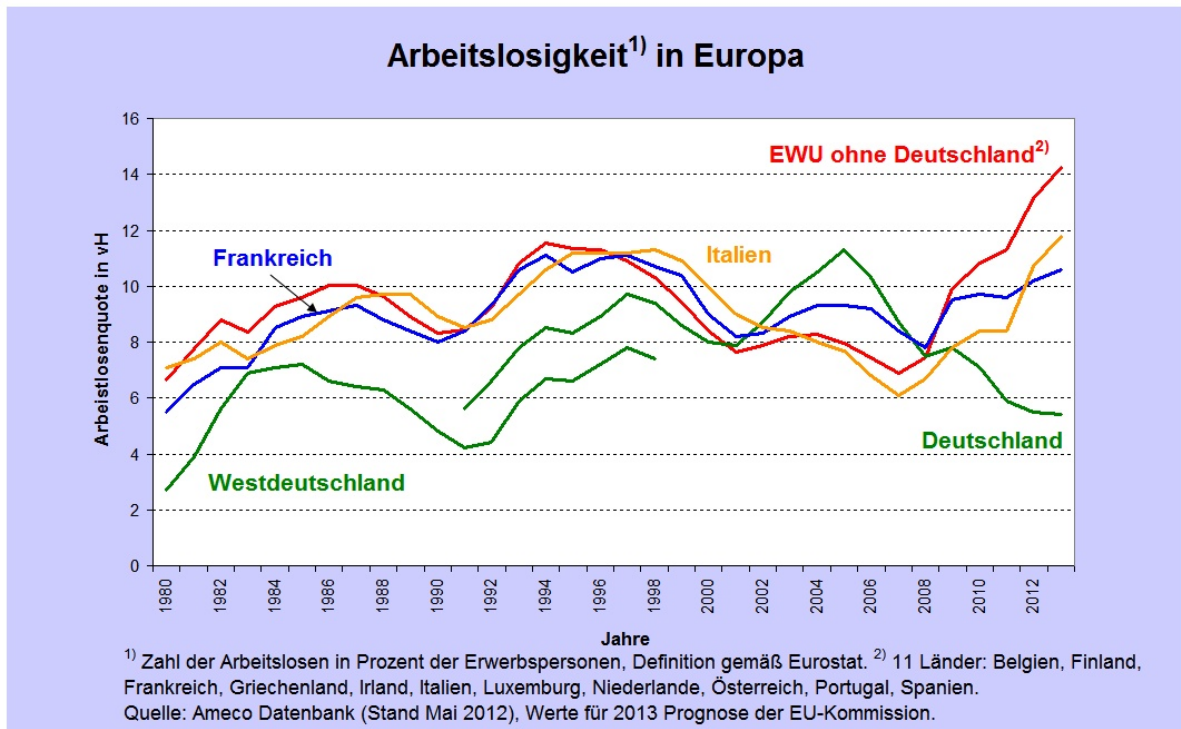
kurzfristige Zinssätze, die regelmäßig oberhalb des deutschen lagen (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1



Insbesondere in der ersten Hälfte der 1990er Jahre passte aber die deutsche Zinsentwicklung nicht zur Konjunktur in den europäischen Nachbarstaaten: Während Deutschland im Zuge der Wiedervereinigung zunächst einen Boom erlebte und sich kurzfristig höheren Preissteigerungsraten gegenüber sah, schwächte sich die Konjunktur einschließlich der Inflationsraten im Rest Europas bereits wieder ab (auch wenn man dort über steigende Exporte am deutschen Boom bis zu einem gewissen Grad teilhatte). Die restriktive deutsche Geldpolitik, die Deutschlands Nachbarn notgedrungen mitmachen mussten – schließlich verabredete man gerade den Einstieg in eine gemeinsame Währung und dafür eine Pflicht zur Angleichung der Inflationsraten –, bescherte diesen Ländern einen Anstieg der Arbeitslosigkeit schon ab 1990, während Westdeutschlands Beschäftigung noch zwei Jahre zunahm bzw. die Arbeitslosigkeit sank (vgl. Abbildung 2).

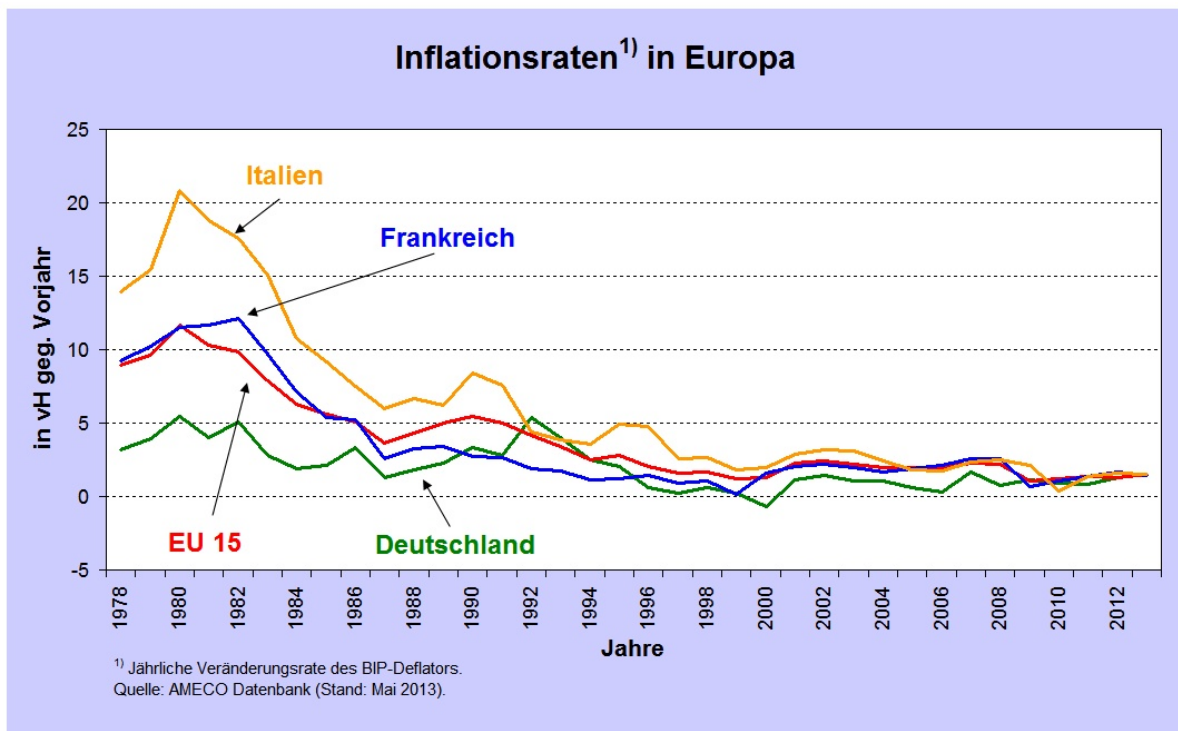
Abbildung 2



Im Zuge der Krise des EWS Anfang der 1990er Jahre, deren Gründe in [Teil 3 dieser Serie](#) behandelt wurden, wertete die italienische Lira stark ab. Dennoch und sozusagen obendrein fiel die italienische Preissteigerungsrate deutlich und näherte sich der deutschen an (vgl. Abbildung 3). Die französische Inflationsrate unterbot die deutsche 1992 sogar um mehr als 3 Prozentpunkte und näherte sich ihr erst bis 1995 wieder von unten an. Trotzdem konzentrierte sich die deutsche Geldpolitik ausschließlich auf den vereinigungsbedingten Anstieg der deutschen Inflationsrate, von dem von vornherein absehbar war, dass er begrenzt sein würde. Die Deutsche Bundesbank fühlte sich schon aus formalen Gründen nur der deutschen Preisstabilität verpflichtet, nicht dem europäischen Arbeitsmarkt. Deshalb wollte sie auf die konjunkturelle Situation der Nachbarländer keine Rücksicht nehmen.

Eine europäische Geldpolitik hätte sich anders verhalten. Das wäre angesichts des gesamten Anpassungsprozesses der Preissteigerungsraten in Europa, der seit über zehn Jahren klar nach unten gerichtet war (vgl. Abbildung 3), auch angemessen gewesen.

Abbildung 3



Die EWU hätte die Chance geboten, die Früchte des EWS, die Angleichung der europäischen Inflationsraten auf niedrigem Niveau, zu ernten. Innerhalb einer Gruppe von Ländern, die sich auf das gleiche Inflationsziel verständigt haben und die gleiche Währung besitzen, können nämlich zwischen den Ländern konjunkturell gegenläufige Situationen geldpolitisch viel investitions- und damit arbeitsplatzfreundlicher gehandhabt werden als in einem Währungsverbund. Denn in letzterem muss ständig die Möglichkeit der Spekulation mitbedacht und -bekämpft werden, die der Preis für eine kleinteilige nationale Geldpolitik ist. In einer Währungsunion hingegen kann und soll die Geldpolitik die Konjunktur in ihrem gesamten Hoheitsgebiet in den Blick nehmen, was den Ausgleich gegenläufiger regionaler Entwicklungen durch den (von keiner Devisenmarktunsicherheit getrüben) Handel umfasst. Freilich hätte dafür verstanden werden müssen, dass die nationale Lohnpolitik der Garant für die Einhaltung des Inflationsziels auf nationaler Ebene ist und nicht die supranationale Geldpolitik. Und außerdem hätte das Ankerwährungsland erkennen müssen, dass es selbst besser fährt, wenn es seine Führungsfunktion in Sachen Preisstabilität aufgibt, weil dann *alle* Unionsmitglieder konjunkturell prosperieren können mittels einer zur gesamten Union passenden Geldpolitik.

Diese beiden Punkte wurden aber nicht verstanden. Stattdessen begann Deutschland nach dem Start der EWU, seine Ankerwährungsposition aus dem EWS, die sich durch die Einstiegskurse zum Euro und die Einigung auf ein gemeinsames Inflationsziel eigentlich weitgehend erledigt hatte, wieder aufleben zu lassen. Dazu unterbot es die anderen EWU-Mitglieder mit einer unter das vereinbarte Inflationsziel absackenden Preissteigerungsrate durch Lohndumping systematisch. Zwar passte nun die Geldpolitik der EZB weit weniger zur konjunkturellen Lage in Deutschland (die Nominalzinsen waren zu hoch für die geringe Inflationsrate, die Realzinsen folglich ebenfalls zu hoch und die Investitionstätigkeit dadurch belastet), doch baute sich nach und nach ein Aufwertungsdruck auf, dem die Androhung eines Ventils, nämlich die Möglichkeit einer Wechselkursänderung, fehlte. Das führte zu den sattsam bekannten deutschen Handelsüberschüssen.

Nun könnte man angesichts der im historischen Vergleich (s. Abbildung 3) geringen Inflationsdifferenzen ab 1998 meinen, dass es um den Aufwertungsdruck Deutschlands bzw. den Abwertungsbedarf der anderen EWU-Länder, namentlich Frankreichs, nicht so dringlich bestellt gewesen sein kann und die Handelsungleichgewichte im Wesentlichen auf andere Faktoren zurückzuführen seien. So ist oft von der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit oder von der Palette exportfähiger Güter die Rede, die Deutschland besitze und die den Krisenländern abgingen. Eine Konzentration auf monetäre Größen wie die Anpassung der Inflationsraten und Zinsen bzw. die Konstanz von Wechselkursen im Vorfeld der EWU habe die realwirtschaftlichen Unterschiede zwischen den potenziellen Mitgliedern nicht zur Kenntnis genommen. Diese seien aber die eigentliche Ursache für die gegenwärtigen Probleme, hätten von Anfang an berücksichtigt werden müssen und ließen sich ohne fiskalische Ausgleichsmechanismen und gezielte Industriepolitik nicht lösen.

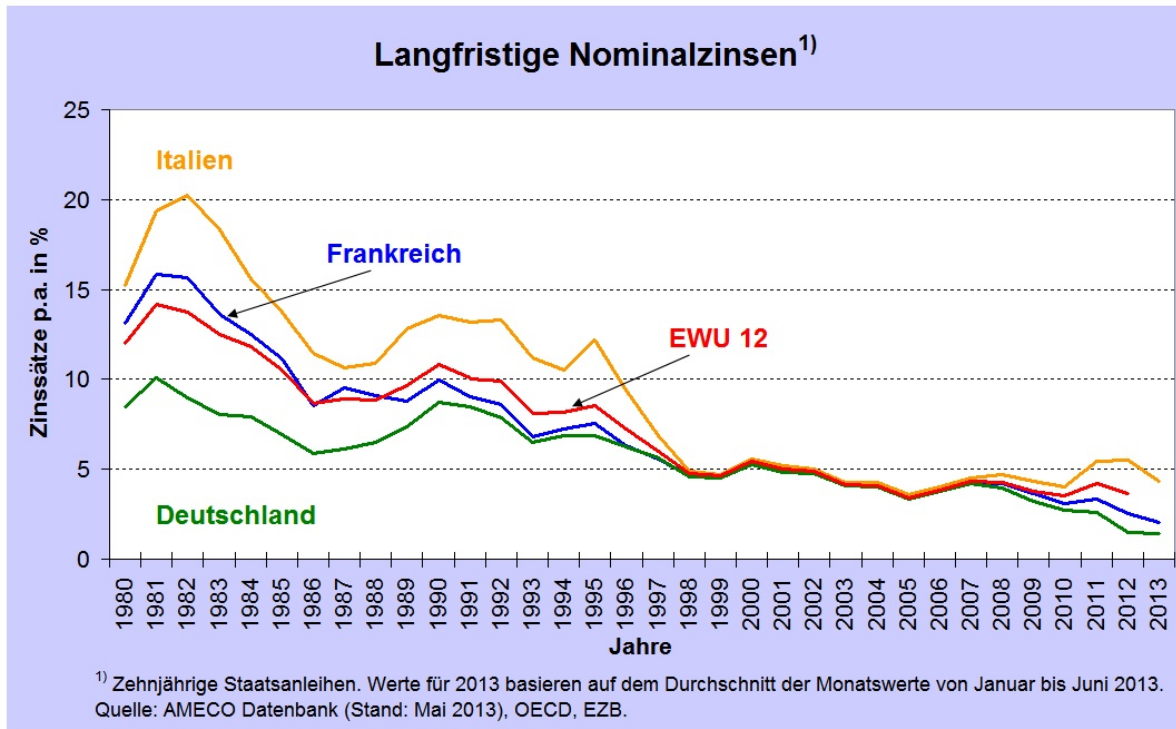
Diese Ideen mögen populär sein, weil sie irgendwie griffig erscheinen. Sie entbehren aber jeder Relevanz, da in einer Marktwirtschaft, so bitter das klingen mag, alles seinen Preis hat. Die angeblich nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit, die etwa auf Produktqualität, Service oder Einzigartigkeit eines Produktes beruhen soll, drückt sich selbstverständlich immer auch im Preis des Gutes aus – denn aus welchen Einnahmen sonst sollten diese Errungenschaften bezahlt werden, wenn nicht aus dem Verkaufspreis? Die Qualität kommt ja nicht durch fromme Wünsche in ein Produkt hinein, sondern durch bestimmte Ideen und Arbeitsleistung. Der Service wird nicht aus purer Menschenfreundlichkeit geleistet geschweige denn mit Luft und Liebe bezahlt. Ein einzigartiges Produkt hat seinen Monopolpreis, den sich ein Abnehmer leisten kann oder eben nicht. Ob ein Land mit diesen Kriterien im internationalen Handel punkten kann oder nicht, hängt natürlich davon ab, was der Spaß am Ende kostet. Wird ein deutscher Luxuswagen höchster Qualität mit tollem Wartungsservice nicht erheblich teurer angeboten als ein ausländisches Auto von geringerer Qualität und schlechterem Wartungsservice, wer sollte dann die Wagen der ausländischen Konkurrenz noch kaufen?

Die zentrale Frage ist, wie es ein Land schafft, seine Produkte mit all ihren angeblich nicht in Euro und Cent bezifferbaren guten Eigenschaften, eben den Faktoren, die die sogenannte nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit ausmachen, so preiswert anzubieten, dass es die Produkte ausländischer Konkurrenten aus dem Rennen um internationale Marktanteile wirft. Und da sind gesamtwirtschaftlich gesehen, man kann es nicht oft genug wiederholen, die Lohnstückkosten der zentrale Faktor. Mit diesem Hebel hat Deutschland seine Währungspartner Jahr für Jahr in kleinen, aber kontinuierlichen und vor allem *sich aufkumulierenden* Dosen Schach matt gesetzt. Obwohl inzwischen die Inflationsraten näher beisammen liegen als je zuvor, ja teilweise die südeuropäischen Länder die deutsche Preissteigerungsrate unterbieten, ist der deutsche Preisvorteil (zwischen 20 und 25%), der sich über ein Jahrzehnt angesammelt hat, bei weitem nicht abgeschmolzen.

Trotzdem stellt sich die Frage, warum die wesentlich größeren Inflationsdifferenzen in den Jahren des EWS nicht zu ähnlichen Spannungen geführt haben. Nun, zum einen gab es sehr wohl Handelsungleichgewichte. Die deutsche Wiedervereinigung, genauer gesagt: der Nachholbedarf der Konsumenten in Ostdeutschland verkehrte jedoch den großen Handelsüberschuss, den Westdeutschland in den 1980er Jahren aufgebaut hatte, in den 1990er Jahren schlagartig in ein gesamtdeutsches Handelsdefizit. Zum anderen dauerte es auch sehr lang, bis sich die langfristigen Zinsen so weit angenähert hatten, wie das zu Beginn der EWU der Fall war (vgl. Abbildung 4). Das heißt, ein Teil der inflationsbed-

ingten Spannungen im EWS wurde von den Kapitalmärkten aufgenommen. Und drittens hatte es bei auf Dauer kumulierten Verlusten an Wettbewerbsfähigkeit doch immer wieder Wechselkursanpassungen gegeben (die "Realignments").

Abbildung 4



Und damit kommen wir zu dem Punkt, der meines Erachtens ausschlaggebend für die Entscheidung ist, ob man den Euro zu retten versuchen oder auf einen europäischen Währungsverbund mit der beschriebenen Kooperation der Notenbanken übergehen sollte. Die beiden oben für die Funktionstüchtigkeit einer Währungsunion genannten Punkte (1. die nationale Lohnpolitik ist zuständig für die nationale Preisstabilität; 2. kein Land darf in einer Währungsunion permanent Ankerfunktion durch Unterbietung übernehmen, sondern alle müssen sich an das Inflationsziel halten) sind bis heute weitgehend unverstanden geblieben, weil die Verantwortlichen weder vom monetaristischen Denken lassen noch die neoklassische Hoffnung, Arbeitslosigkeit durch Lohnsenkung bekämpfen zu können, aufgeben wollen. Indem den Krisenländern in der EWU heute die gleichen Reform- und Flexibilisierungsmaßnahmen abverlangt werden, die sich Deutschland mit seiner Agenda 2010 auferlegt hatte, treten die dafür Verantwortlichen lediglich den Beweis an, dass ihnen der Unterschied zwischen einer kleinen offenen Volkswirtschaft und einer großen geschlossenen nicht bekannt ist; so verschärfen sie die Krise, statt sie zu überwinden. Das aber zeigt, dass langfristig, so bedauerlich und geradezu absurd es auch klingen mag, das Damoklesschwert der Wechselkursänderung unentbehrlich ist. Man kann eben nicht darauf vertrauen, dass sich alle Partner in einer Währungsunion an die vereinbarte Zielinflationsrate halten, deren Rationalität sie offenbar nicht verstehen. Damit ist ein Währungsverbund einer Währungsunion vorzuziehen.

Die in Hinblick auf die Beschäftigungsentwicklung ungünstigere Variante der nationalen Geldpolitik in einem Währungsverbund statt der supranationalen in einer Währungsunion ist der Preis, den die

beteiligten Mitglieder des Währungsverbundes für eine Art Rückversicherung zahlen müssen. Eine Rückversicherung, dass sie sich gegen ein Verbundmitglied per Wechselkursanpassung jederzeit wehren können, das die Regeln des Währungsverbundes systematisch missachtet. Der Währungsverbund sollte sich genau wie eine Währungsunion auf ein gemeinsames Inflationsziel einigen. Die Mitglieder müssen sich gegenseitige währungspolitische Kooperation zusichern, um gegen Spekulationen gefeit zu sein. Die Kooperationspflicht gegenüber einem Mitglied endet jedoch, sobald es das Inflationsziel deutlich und über längere Zeit, also systematisch verletzt.

Wie ein solcher Währungsverbund aus der gegenwärtigen Lage heraus auf die Beine gestellt werden könnte, ist eine schwierige Frage. In weiteren Beiträgen nach der Sommerpause werde ich darauf eingehen.

Über den Autor



Friederike Spiecker ist Diplom-Volkswirtin und lernte das Handwerkszeug zur theoretischen und empirischen Makroökonomie am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin. Heute arbeitet sie als freie Wirtschaftspublizistin und ist in der wirtschaftspolitischen Beratung von Parteien, Gewerkschaften und Verbänden tätig.

Veröffentlicht am: 31.07.2013 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2013/07/abo-artikel-quo-vadis-ewu-teil-5-das-damoklesschwert-wechselkurs-ist-leider-unentbehrlich/>