

Standpunkte

Interventionen bringen nichts

Eingriffe am Devisenmarkt erhöhen die Geldmenge und verschlechtern die Inflationsperspektiven

Der Euro hat ein Allzeithoch gegenüber dem amerikanischen Dollar erreicht. Nun werden Sorgen vor dämpfenden Effekten für die Konjunktur im Euro-Raum laut. Die Europäische Zentralbank (EZB) solle, so wird gefordert, auf dem Devisenmarkt intervenieren, um den Euro-Außenwert zu schwächen. Sie solle entweder Stützungskäufe zugunsten des Dollar tätigen; oder sie solle die Zinsen senken, damit Euro-Anlagen weniger attraktiv werden und so die Nachfrage nach der Einheitswährung abnimmt. Doch es gibt überzeugende Gründe, warum die EZB sich solchen Rufen widersetzen sollte.

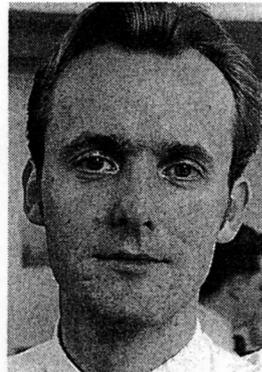
Zunächst ist festzustellen, daß der Euro-Wechselkurs gegenüber dem Dollar gegenwärtig nur um zwölf Euro-Cent höher bewertet wird als zum Beginn der Währungsunion. Daß ein Kurs von 1,30 eine „Schmerzgrenze“ sein soll, ab der Wohlfahrtsverluste drohen, scheint eher einer „Bauchbewertung“, nicht aber einem ökonomisch-sachlichen Kalkül zu entstammen. Auch wird ausgeblendet, daß die Euro-Aufwertung für „Terms-of-Trade“-Gewinne sorgt – man erhält nunmehr mehr Import- für Exportgüter. Dies eröffnet Spielräume für höhere Löhne oder mehr Beschäftigung. Vor allem aber ist es nicht der nominale, sondern der effektive, das heißt der um Inflationsunterschiede bereinigte Euro-Dollar-Wechselkurs, der entscheidend für Wachstums- und Beschäftigungswirkungen ist.

Und hier zeigen die Zahlen recht klar, daß etwa die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft trotz der jüngsten Währungsbewegungen immer noch höher ist als im langfristigen Durchschnitt seit Beginn den siebziger Jahre. Zudem machen Untersuchungen deutlich, daß die Wachstumswirkungen einer Euro-Aufwertung für den Außenhandel im Euro-Raum sehr gering sind. Dies liegt unter anderem an der relativen Geschlossenheit der Währungsunion. Gerade für Deutschland gilt, daß in den vergangenen Jahren gesunkene Exportvolumina in Regionen außerhalb durch gestiegene Volumina innerhalb des Euro-Raums kompensiert wurden und die Wechselkursabhängigkeit damit tendenziell abgenommen hat.

Es gibt weitere wissenschaftlich fundierte Bedenken gegen Eingriffe der Zentral-



Ansgar Belke



Thorsten Polleit

bank auf den Devisenmärkten. Sie gründen sich auf dem Argument der mangelnden Effizienz. Man könnte Interventionen als gerechtfertigt erachten, wenn der Wechselkurs vom Gleichgewichtswert abweicht. Diese Abweichung ist aber ex ante nur schwer feststellbar, denn hierzu muß man den gleichgewichtigen Wechselkurs kennen und somit über einen Wissensstand verfügen, den Finanzmärkte, Wissenschaft und Politik bisher nie erreichen konnten. Erfolgen Interventionen hingegen bei einem Wechselkurs, der sich in enger Nachbarschaft des tatsächlichen Gleichgewichts befindet, ist es meist so, daß es zu zusätzlicher Volatilität kommt. Die Geldpolitik würde Unsicherheit induzieren, die letztlich die Investitionstätigkeit und die Beschäftigung schädigen. Das Abwägen von Kosten und Nutzen spricht gegen Interventionen.

Daß all diese Standardergebnisse von Regierungen, aber auch von (Industrie-)Interessenvertretern meist beharrlich negiert werden, ist wenig verwunderlich. Denn sie versprechen sich von staatlichen Devisenmarktinterventionen einen Nettovorteil: Regierungen eröffnen Devisenmarktinterventionen quasi durch die Hintertür den Weg in die Billigzins- und Inflationspolitik, Exporteure hoffen darauf, ihre Umsätze auf Kosten der Gesellschaft verbessern zu können. Schmerzhaft strukturelle Anpassungen werden vermieden. Diskussionen über den Wechselkurs stehen also stets im Einflußbereich politökonomischer Zusammenhänge. Verwahrt sich die Geldpolitik nicht glaubwürdig ge-

gen den Einfluß von Partikularinteressen, provoziert dies das Problem ungewollter spekulativer Bewegungen. Wieder gilt: Starke Spekulationsbewegungen können Investoren abschrecken und das Wachstum schmälern.

Das letztlich entscheidende Argument gegen Devisenmarktinterventionen der EZB steht jedoch im unmittelbaren Zusammenhang mit dem Auftrag der Bank: den Geldwert zu sichern. Devisenmarkt Eingriffe – ob durch Devisenkäufe oder Zinssenkungen – führen de facto zu einer Erhöhung der Geldmenge. Das würde die Inflationsperspektiven weiter verschlechtern. Angesichts der ohnehin schon hohen Überschußgeldmenge wäre eine derartige Politik nicht vereinbar mit dem Ziel der EZB, die

Preisstabilität mittelfristig zu gewährleisten: Schon heute wächst die Geldmenge – getrieben durch die extreme Billigzinspolitik – weitaus stärker als mit einer Inflation von unter 2 Prozent kompatibel. Zwar könnte man daran denken, daß die EZB nach dem Kauf von Dollar die geschöpfte Liquidität wieder neutralisiert. Jedoch würde bei einer solchen Politik dann vermutlich sogar ein temporärer Kursauschlag des Wechselkurses ausbleiben. Derzeit ist die EZB nicht in der Lage, den Wechselkurs zu manipulieren, ohne dabei das Inflationsziel zu verletzen.

Die EZB sollte darin bestärkt werden, ihrem Kernmandat nachzukommen: der Bewahrung der Kaufkraft des Geldes. Niedrige Inflation im Euro-Raum ist der beste Garant für preisliche Wettbewerbsfähigkeit. Vor allem aber ist die (Geld-)Politik gut beraten, sich glaubhaft gegen Wechselkursmanipulationen auszusprechen, um zu vermeiden, daß sie Spekulationsbewegungen induziert und der Markt ungestört für die Preisfindung sorgen kann. Der Euro erscheint gegenüber dem Dollar nicht zwangsläufig überbewertet. Und abschließend darf nicht vergessen werden, daß die langsame und absehbare Aufwertung des Euro den Unternehmen bisher genügend Zeit ließ zur Wechselkursversicherung. In einer Marktwirtschaft ist es die Aufgabe der Unternehmen, nicht die der Geldpolitik, sich (vorausschauend) an geänderte Marktumstände anzupassen.

Ansgar Belke lehrt Volkswirtschaft an der Universität Hohenheim (Stuttgart), Thorsten Polleit ist Chefökonom Deutschland von Barclays Capital (Deutschland).