



# Der Euro im „Währungskrieg“

Les notes du conseil d'analyse économique, no 11, Januar 2014

Es ist nicht möglich, dass alle Länder gleichzeitig eine schwache Währung haben: Wenn eine Währung an Wert verliert, bedeutet dies, dass mindestens eine andere Währung an Wert gewinnt. Diese arithmetische Tatsache bildet die Grundlage des als „Währungskrieg“ bezeichneten Konzeptes: ein Wettrennen um die Währungsverschlechterung, die nur zu negativen Resultaten führen kann. Die Realität erweist sich allerdings als viel komplexer, da die Zentralbanken der Industrieländer interne Zielsetzungen verfolgen. Folglich kümmert sich die Europäische Zentralbank (EZB) um die Preisstabilität im Euro-Währungsraum, die amerikanische Federal Reserve Bank (Fed) hingegen verfolgt eine doppelte Zielsetzung, nämlich die Preisstabilität und die Vollbeschäftigung. Die entsprechenden Wechselkurse unterliegen auf dem Absatzmarkt freien, von Angebot und Nachfrage abhängenden Schwankungen. Hierbei handelt es sich keinesfalls um Zielsetzungen der Wirtschaftspolitik, sondern um Übertragungskanäle der Währungspolitik. Im Rahmen des „Währungskrieges“ steht man einer Konfrontation der verschiedenen Währungspolitiken gegenüber, deren jeweiligen Zielsetzungen, Strategien und Vorgaben sich länderspezifisch voneinander unterscheiden.

Im Herbst 2012 hat sich die EZB von den anderen Zentralbanken deutlich hervorgehoben, da sie sich für die Durchführung einer viel weniger expansiven Geldpolitik entschieden hat. Angesichts einer von der Desinflation, der Schwäche des Wiederanlaufs und der Fragmentierung des Kreditmarktes beeinflussten wirtschaftlichen Lage enthält diese Note verschiedene Vorschläge für eine geldpolitische Lockerung im Euro-Währungsraum. Ein derartiger Aktivismus der EZB müsste gleichzeitig mit einer vorübergehenden Schwächung des Euro einhergehen. Auf der Grundlage einer originalen, ökonomischen Untersuchung gehen die Verfasser davon

aus, dass eine Wertminderung des Euro in Höhe von 10 % den Wert der Exporte außerhalb des Euro-Währungsraums zwischen 7 % und 8 % erhöhen könnte. Allerdings würden hierbei Importe im verarbeitenden Gewerbe um etwa 3,5 % teurer werden, und dies ohne kurzfristige Senkung des importierten Volumens. Da sich die entsprechenden Preise sich genauso stark wie der Wechselkurs auf die Exporte auswirken, weisen die Verfasser dennoch auf die Wichtigkeit einer verstärkten Wachsamkeit im Hinblick auf die Auswirkungen der öffentlichen Politik (Steuer- und Sozialabgaben, Energiekosten usw.) auf die Kosten und die französischen Preise hin. Gemäß den Verfassern könnte eine vorübergehende Wertminderung des Euro, die zeitgleich mit einer stärker expansiven Geldpolitik stattfinden würde, sich für den Euro-Währungsraum als nützliche Hilfe erweisen, um einen Ausweg aus dieser schwierigen, konjunkturellen Lage zu finden. Allerdings sollte keine dauerhafte Schwächung der europäischen Währung, die höchstwahrscheinlich nicht besonders stark von ihrem langfristigen Gleichgewichtswert abweicht, erwartet werden. Zur Einschränkung der mit dem weltweiten Kreditzyklus verbundenen Risiken schlagen die Verfasser vor, die wichtigsten Werkzeuge für eine makroprudenzielle Steuerung auf den Euro-Währungsraum zu verschieben, selbst wenn diese eine länderspezifische Unterscheidung notwendig machen sollten. Sie stehen dem tatsächlichen Nutzen der Äußerungen der politischen Entscheidungsträger im Hinblick auf den Wechselkurs wie auch auf die Durchführbarkeit einer tatsächlichen, internationalen Koordinierung der internationalen Geld- und Währungspolitiken eher skeptisch gegenüber. Dennoch schlagen die Verfasser vor, auf multilateraler Ebene eine erneute Untersuchung des derzeit noch nicht besonders einsatzfähigen Konzeptes der „Manipulation“ des Wechselkurses durchzuführen.

Diese Anmerkung ist unter Verantwortung der Autoren veröffentlicht und verpflichtet nur diese.

<sup>a</sup> École d'économie de Paris, Universität Paris 1, Mitglied der CAE ; <sup>b</sup> University of California, Berkeley ;

<sup>c</sup> Sciences-Po und CEPR, Mitglied der CAE ; <sup>d</sup> École d'économie de Toulouse und IDEI, Mitglied der CAE.

## Einleitung

Der Begriff „Währungskrieg“ bezeichnet eine Situation, in der Länder oder Währungszone versuchen, ihre Währung zu schwächen, um auf Kosten anderer Länder oder Währungszone Marktanteile zu gewinnen. Diese gleichzeitige Absicht ist arithmetisch unmöglich, da nicht alle Wechselkurse zeitgleich abgewertet werden können<sup>1</sup>.

Die Zentralbanken der wichtigsten Industrieländer – die US-Notenbank Federal Reserve (Fed), die europäische Zentralbank (EZB), Bank of England, Bank of Japan – verfolgen alle dieselben internen Ziele: Preisstabilität, Vollbeschäftigung oder eine Kombination aus beiden. Die jeweiligen Währungskurse sind schwankend: die Zentralbanken haben keine Vorgabe in Bezug auf den Wechselkurs; der Außenwert der Währung wird frei auf dem Devisenmarkt bestimmt. Somit ist der Wechselkurs ein Transmissionsmittel der Währungspolitik und nicht ein Ziel der Zentralbank: Die Währung einer Volkswirtschaft tendiert zur Abwertung, wenn die Zentralbank des Landes ihre Währungspolitik lockert oder eine solche Lockerung ankündigt. Die Abwertung soll somit einen Anstieg der Inflationsrate oder die Belebung der Nachfrage auslösen. Der „Währungskrieg“ nimmt die Form einer Konfrontation unabhängiger Geldpolitiken an, je nachdem, welche Strategien, Doktrinen und Beschränkungen in den unterschiedlichen Ländern vorherrschen.

Angesichts der niedrigen Inflationsrate und der anhaltenden Schwäche der Zone in den Bereichen Unternehmensfinanzierung und Wirtschaftswachstum sind wir davon überzeugt, dass die Währungspolitik der Eurozone 2013 zu restriktiv geworden ist, trotz mehrerer Maßnahmen, u.a. der willkommenen Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes durch die EZB am 7. November 2013. Auch wenn der Euro in Anbetracht der langfristigen Fundamentaldaten der Zone wahrscheinlich nicht überbewertet ist, erscheint uns eine vermehrt expansive Geldpolitik in Verbindung mit einer nominalen Abwertung des Euro angesichts der kurzfristigen Situation als angebracht. Größere Vorbehalte haben wir bezüglich der Wirksamkeit von Interventionen auf dem Devisenmarkt oder den verbalen Erklärungen der Regierungen, ebenso wie hinsichtlich der Möglichkeit einer effizienten Koordinierung der geldpolitischen Beschlüsse z.B. auf Ebene des G20.

## „Währungskrieg“ oder Kampf der geldpolitischen Strategien?

Devisenpolitik und Währungspolitik sind eng miteinander verbunden, da beide dazu dienen, den Wert einer Währung zu kontrollieren. Die Devisenpolitik dient zur Kontrolle des Außenwerts der Währung (im Vergleich zu den anderen Währungen), während sich die Währungspolitik mit ihrem internen Wert beschäftigt (der lokalen Kaufkraft). Die Verbindung zwischen Devisenpolitik und Währungspolitik ist besonders eng in einem Kontext der internationalen Kapitalmobilität wie in der Eurozone: Aufgrund der fehlenden Schranken für den Kapitalverkehr ist die EZB nicht in der Lage, gleichzeitig das Preisniveau (ihr erstes Ziel) und die Höhe des Devisenkurses zu kontrollieren<sup>2</sup>. Beispiel: Bei gleichzeitig unverändertem US-Leitzins löst eine Senkung des Zinssatzes in der Eurozone eine Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar aus, denn die Investoren wechseln ihre Portfolios in den gewinnbringenderen Dollar um. Der Wechselkurs wird somit von der Währungspolitik, die in beiden Ländern beobachtet und vorweggenommen wird, bestimmt, sodass für eine unabhängige Devisenpolitik kein Platz vorhanden ist<sup>3</sup>. Die Anpassung des Wechselkurses als Antwort auf die jeweilige Entwicklung der geldpolitischen Beschlüsse zweier Länder verstärkt prinzipiell die Auswirkung der Währungspolitik. Im vorangegangenen Beispiel stützt der Rückgang des Zinssatzes in der Eurozone die Preiserhöhung, da Konsum und Investitionen gefördert werden (interner Kanal) und der Euro abgewertet wird (externer Kanal). Die Abwertung des Euro belebt die Exportverkäufe durch bessere Wettbewerbsfähigkeit und niedrigere Preise und kurbelt die Inflation durch die Verteuerung der Importgüter an. Die Erfahrung Japans, dessen Währung seit Ende 2012 infolge der Ankündigung einer radikal expansiven Geldpolitik stark abgewertet wurde, ist ein Beispiel für die Verbindung zwischen Währungspolitik und Wechselkurs, während die Politik der EZB während dieser Zeit zaghafter blieb<sup>4</sup>.

Zwischen Juli 2012 und Dezember 2013 wurde der Euro um mehr als 10% gegenüber dem Dollar aufgewertet, während sich der Konjunkturunterschied zwischen den beiden Volkswirtschaften zum Nachteil der Eurozone vergrößert hat. Wir sind der Meinung, dass diese Aufwertung eine zu restriktive Geldpolitik in der Eurozone widerspiegelt. Wir möchten ebenfalls die Risiken einer finanziellen Destabilisierung in Verbindung mit der angekündigten Straffung der Kreditkonditionen durch die Fed für 2014 hervorheben.

---

Die Autoren bedanken sich ganz besonders bei Bruno Cabrillac und der Generaldirektion Schatzamt für ihre Hilfsbereitschaft, sowie bei Arnaud Mehl für die Bereitstellung der Daten über die verbalen Interventionen. Sie bedanken sich ebenfalls beim CEPII und insbesondere Gianluca Orefice für seine empirische Arbeit über die Unternehmensdaten, sowie Cyriac Guillaumin, wissenschaftlicher Berater beim CAE, für seine Hilfe und Unterstützung.

<sup>1</sup> Das Konzept wurde ursprünglich in den 30er Jahren entwickelt, einer Epoche, die von zahlreichen wettbewerbsorientierten Abwertungen geprägt war. Es kam im Zuge der weltweiten Finanzkrise von 2008 erneut zum Vorschein, als die sehr expansive Geldpolitik der amerikanischen Federal Reserve beschuldigt wurde, die Volkswirtschaften bestimmter Schwellenländer zu destabilisieren.

<sup>2</sup> Diese Unmöglichkeit, eine unabhängige Geldpolitik, Devisenpolitik und internationale Kapitalbewegung miteinander zu kombinieren, wird als Dreieck der Unvereinbarkeit von Mundell bezeichnet, nach dem kanadischen Wirtschaftsforscher und Nobelpreisträger 1999 Robert Mundell.

<sup>3</sup> Artikel 219.2 des Vertrags sieht vor, dass „der Rat [...] die allgemeine Orientierung der Devisenpolitik gegenüber diesen Währungen formulieren kann. Diese allgemeinen Orientierungen haben keinen Einfluss auf das Hauptziel des ESZB, d.h. die Erhaltung der Preisstabilität“. Diese Verfügung wurde seit der Einführung des Euro *de facto* noch nie angewendet.

<sup>4</sup> Die Politik der Fed hat anscheinend ebenfalls zu einer geringen, aber signifikanten Abwertung des Dollars geführt. Vgl. Neely C.J. (2011): „The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects“, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper*, Nr. 2010-018C, Januar.

## Eine zu restriktive Geldpolitik

Als Reaktion auf die Finanzkrise von 2008 haben die großen Notenbanken (EZB, Bank of Japan, Bank of England) ihre Zinssätze (die Raten, zu denen sich die Banken gegenseitig finanzieren) beinahe auf Nullniveau reduziert<sup>5</sup>. Zudem setzten sie drei Arten von Instrumenten ein, um ihre Geldpolitik zusätzlich zu lockern:

- eine Lockerung der Kreditkonditionen, indem die Systeme zur Kreditverteilung durch die Zentralbanken auf die Geschäftsbanken erweitert wurden (Erweiterung der Liste der zugelassenen Kreditnehmer für Refinanzierung, Verlängerung der Kreditdauer, Reduzierung der Risikoabschläge auf Sicherheiten). Diese Lockerung kann von der Zentralbank ohne eine Veränderung der im Umlauf befindlichen Geldmenge vorgenommen werden, indem sie bereits bilanzierte Vermögenswerte erneut auf den Markt bringt, um die Menge der Darlehen, die unter diesen weniger strengen Bedingungen vergeben wurde, wieder auszugleichen (die sog. „Sterilisierung“);
- eine Vergrößerung ihrer Bilanzen durch den Direktkauf von Vermögenswerten (quantitative Lockerung) oder durch eine „nicht sterilisierte“ Lockerung der Kreditkonditionen;
- eine Orientierungshilfe (*Forward Guidance*): Die Zentralbank verpflichtet sich, während einer relativ langen Zeit eine expansive Geldpolitik zu betreiben, die an ausdrückliche Schwellenwerte in den Bereichen Beschäftigung oder Inflation gebunden sein kann oder auch nicht.

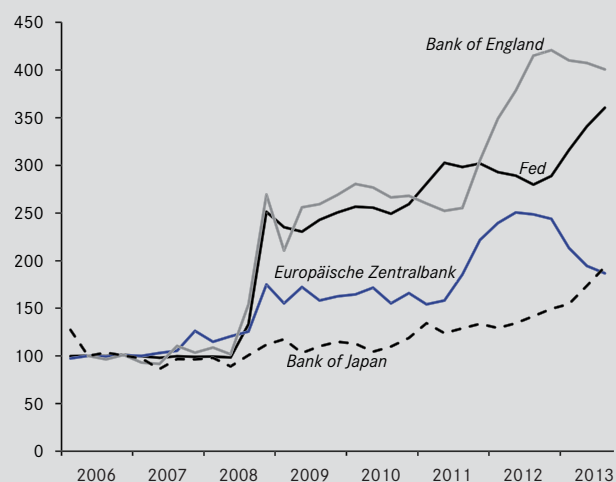
Die Fed, die EZB und die Bank of England haben seit 2008 verschiedene Maßnahmen für eine Lockerung der Kreditkonditionen getroffen. Alle haben ebenfalls ihre Bilanzen beträchtlich ausgedehnt, obwohl die EZB später als die beiden anderen Notenbanken damit begonnen hat (vgl. Grafik 1). Allerdings hat die EZB ab Herbst 2012 im Gegensatz zur Fed und der Bank of England ihre Bilanz maßgeblich verkleinert.

**Feststellung 1.** Seit 2008 hat die EZB bereits verschiedene Maßnahmen zur Krediterleichterung durchgeführt. Desweiteren hat die EZB den Umfang ihrer Bilanz deutlich vergrößert. Allerdings unterscheidet sich die EZB seit Herbst 2012 von der amerikanischen Federal Reserve Bank (Fed) und der Bank of England (Zentralbank des Vereinigten Königreichs Großbritannien und Nordirland) durch eine deutliche Senkung der Bilanz.

<sup>5</sup> Die EZB hat zwar einen höheren Leitzinssatz als die Fed über dieselbe Periode gehalten (er ist am 7. November 2013 auf 0,25% gefallen). Aber der Zinssatz der Einlagenfazilitäten, der den Banken ermöglicht, ihre überschüssige Liquidität bei der EZB einzuzahlen, ist auf 0% gefallen. Allerdings hat die EZB über verschiedene Lockerungsmaßnahmen zur Kreditvergabe die Banken mit großen Liquiditätsmengen versorgt, sodass der sehr kurzfristige Interbankenmarktzins (EONIA, Euro OverNight Interest Average) auf diesen Schwellenwert von 0% konvergierte. Somit waren die kurzfristigen Geldmarktsätze auf beiden Seiten des Atlantiks in etwa identisch und nahe ihrer Untergrenze von Null. Die Festlegung eines negativen nominalen Leitzinssatzes ist prinzipiell möglich, hat aber in der Praxis aufgrund der schwierigen Durchführung eine anekdotische Dimension. Wir weisen jedoch darauf hin, dass die tolerierte Abweichung und Volatilität zwischen dem Leitzinssatz der EZB und dem marktüblichen Satz (EONIA) dazu beigetragen hat, die währungspolitischen Signale durcheinander zu bringen, die von der EZB an die Finanzmärkte gegeben werden.

<sup>6</sup> Drei aufeinanderfolgende Transaktionen führten zum Kauf von insgesamt ca. 2.000 Milliarden Dollar an Schatzanweisungen und 1.600 Milliarden an Hypothekentiteln oder von föderalen Stellen emittierten Schuldverschreibungen. Die EZB hat ebenfalls von den Banken emittierte besicherte Verpflichtungen und Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt erworben. Das Ausmaß dieser größtenteils sterilisierten Transaktionen fiel wesentlich geringer aus (ca. 300 Mrd. Euro), sodass sie die Bilanz der EZB nicht vergrößert haben.

1. Gesamtaktiva der vier Zentralbanken in % des BIP Basis 100 im 2. Quartal 2006



Quelle : Zentralbanken.

Diese Divergenz spiegelt den bedeutenden Unterschied zwischen den Maßnahmen wider, die von der Fed und der EZB zur Vergrößerung ihrer Bilanzen getroffen wurden. Die Fed hat hauptsächlich US Treasury Bonds sowie Hypothekarkredite anhand quantitativer Lockerungsmaßnahmen direkt erworben<sup>6</sup>. Die EZB hat ihre Bilanz vor allem anhand langfristiger Refinanzierungsaktionen (VLTRO, *Very Long Term Refinancing Operations*) erhöht und den Banken somit eine Drei-Jahres-Liquidität verschafft. Im Rahmen von zwei VLTRO-Transaktionen, die 2011 und 2012 durchgeführt wurden, wurden den Banken der Eurozone insgesamt ca. 1.000 Mrd. Euro zugewiesen. Die Reduzierung der Bilanz der EZB, die 2013 beobachtet wurde, geht vornehmlich auf die vorzeitige Rückzahlung durch die besonders robusten europäischen Banken jener Darlehen zurück, die sie im Rahmen dieser zwei langfristigen Refinanzierungstransaktionen erhalten haben. Denn je mehr der Rückzahltermin näher rückte, desto weniger interessant wurden diese Darlehen für sie.

Die Fed hat durch den Kauf von Aktiva direkt und dauerhaft Liquidität in die öffentlichen und privaten Kreditkapitalmärkte (vornehmlich auf Hypotheken basierend) eingeleitet, während die EZB einfach den Banken der Eurozone ausreichend Liquidität zur Verfügung gestellt hat. Dieser unterschiedliche Ansatz ist auf die spezifischen Einschränkungen der EZB (fehlende föderale Staatsanleihen, das Verbot, die staatlichen Defizite zu monetisieren), aber vor allem auf den Stellenwert der Bankkredite bei der Finanzierung der Unternehmen in

der Eurozone zurückzuführen: Indem sie den Banken mehr Liquidität zur Verfügung stellte, hoffte die EZB, auf diese Weise die Kreditvergabe an die Wirtschaft wiederzubeleben. In der Praxis hat das Bankensystem der Zone die somit verfügbare Liquidität nur teilweise und unzureichend genutzt, wovon die hohen Beträge bei der vorzeitigen Rückzahlung der VLTRO-Darlehen zeugen. Wenn die Liquidität verstärkt verwendet wurde, dann diente sie wie in Italien oder Spanien mehr für Investitionen in lokale Staatsanleihen anstatt zur Finanzierung von Unternehmen, was in diesen Ländern zu einer wechselseitigen Erhöhung der Risiken einer Banken- oder Staatsschuldenkrise führte<sup>7</sup>. Diese Feststellung erklärt sich vor allem durch die Eigenkapitalanforderungen der Banken im Rahmen der laufenden Verstärkung der Bankenaufsichtssysteme<sup>8</sup>.

Ein weiterer wichtiger Unterschied zwischen Fed und EZB seit Beginn der Krise ist die Kommunikation über ihre zukünftigen Aktionspläne. Am 26. Juli 2012 kündigte der Präsident der EZB an, dass die Zentralbank „alles nur Mögliche“ unternehmen würde, um die Eurozone zu retten. Am 6. September 2012 stellte er ein Programm für den Erwerb von Staatsanleihen (Outright Monetary Transactions OMT) auf, falls auf diesem Markt erneut Spannungen auftreten sollten. Diese Ankündigungen, in Begleitung von Mitteilungen über die schwache Wirtschaftskonjunktur und das fehlende Inflationsrisiko, sowie über die Beibehaltung der Leitzinsen auf sehr niedrigem Niveau über einen längeren Zeitraum, hat dazu geführt, dass die mittel- und langfristigen Zinssätze der Staatsschulden insbesondere in den schwächeren Ländern gesenkt wurden. Allerdings nahmen die KMU in den Randstaaten weiterhin Kredite zu viel höheren Zinssätzen als in Deutschland oder Frankreich auf<sup>9</sup>. Darüber hinaus blieb die EZB im Bereich der Forward Guidance hinter der Fed zurück, wobei letztere auf spezifische Prognosen und Schwellenwerte für Arbeitslosenrate und Inflation verwies<sup>10</sup>.

Somit führte die EZB 2013 de facto eine restriktivere Politik als die anderen großen Zentralbanken. Demzufolge besteht zu Beginn 2014 ein realer deflationärer Preisdruck: Der Preisverfall bei konstanter Besteuerung beträgt 1% im Jahresvergleich zwischen April und November 2013, d.h. weit unter dem mittelfristigen Ziel von 2% (vgl. Grafik 2)<sup>11</sup>; die Arbeitslosenrate in der Eurozone liegt über 12%; der Kredit ist weiterhin auf Abwärtskurs; die Umsetzung der Geldpolitik



in den verschiedenen Ländern bleibt überaus uneinheitlich (vgl. oben); und schlussendlich werden in den Randstaaten die Anpassung der relativen Preise und die Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit und Preise durch die niedrige Inflation in Deutschland erschwert. In diesen Staaten wird eine Preissenkung notwendig, einschließlich aller Risiken, die mit einer Deflation bei gleichzeitig starker Verschuldung einhergehen.

**Feststellung 2.** Die Aufwertung des Euro in 2013 kann durch tatsächliche, vorgezogene Verschärfungen der Währungspolitik der EZB erklärt werden.

In Anbetracht des Mandats der EZB und der Instrumente, über die sie aktuell verfügt, könnte eine expansive Geldpolitik folgendermaßen aussehen:

- der direkte Erwerb durch die EZB von KMU-Krediten mit verbrieftem und sicherem Marktwert wäre das wirksamste Mittel, um der Zersplitterung der Finanzierungskonditionen in der Eurozone entgegenzuwirken<sup>12</sup>. Der Direktankauf von Unternehmenskrediten hat zwei Vorteile: Einerseits wird dadurch die Kreditvergabe an KMUs unterstützt, die in den Randstaaten noch sehr beschränkt ist, und andererseits werden Liquidität-

<sup>7</sup> Vgl. z.B. Acharya V.V. und S. Steffen (2013): "The 'Greatest' Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks", *NBER Working Paper*, Nr. 19039, Mai.

<sup>8</sup> Im Gegensatz zu privatwirtschaftlichen Darlehen gelten die Staatsanleihen als nicht riskant für die Berechnung der Eigenkapitalquote. Eine Bank kann also ihre Quote verbessern, indem sie öffentliche anstelle von privaten Vermögenswerten in ihrer Bilanz verbucht. Daher haben die Eigenkapitalanforderungen an das Bankensystem die Transmission der geldpolitischen Impulse weitgehend verhindert.

<sup>9</sup> In Anbetracht ihrer schwachen Eigenmittel und Schwierigkeit, Kapital aus anderen Ländern der Eurozone anzuziehen, sind die italienischen und spanischen Banken sehr zurückhaltend bei der Vergabe von Krediten an KMUs.

<sup>10</sup> Am 12. Dezember 2012 kündigte die Fed an, dass sie ihren Leitzinssatz zwischen 0 und 0,25% halten werde, bei einer Arbeitslosenrate über 6,5%, einer zweijährigen Inflationserwartung von unter 2,5% und einer „gut verankerten“ langfristigen Inflationserwartung. Vgl. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>

<sup>11</sup> Über denselben Zeitraum beläuft sich die Gesamtinflation ebenso wie die unterschwellige Inflation (die besonders volatile Preise nicht berücksichtigt) auf 1,4%, wiederum im Jahresrhythmus, d.h. ein Wert, der ebenfalls unterhalb des Zielwerts von 2% liegt.

<sup>12</sup> Die Europäische Investitionsbank würde als Garant für Kredite an KMUs vor der Kreditverbriefung dienen. Die verbrieften Kredite würden somit auf dem Markt verkauft, und die EZB könnte sie ohne Risiko erwerben. Als Alternative könnte die EZB sie ohne Abschlag refinanzieren (während sie aktuell nur die Senior-Tranchen dieser verbrieften Kredite refinanziert). In diesem zweiten Fall hätte die Aktion der EZB einen weniger direkten Einfluss auf die Zinssätze der Kredite, die an die KMUs vergeben wurden.

sengpässe sowie die Eigenkapitalanforderungen an die Banken entschärft. Denn diese Auflagen in Bezug auf das Eigenkapital sind das wichtigste Hindernis für die Umsetzung der Währungspolitik in den Randstaaten;

- um die Liquidität der Banken auf lange Frist zu sichern, könnte die EZB eine neue Refinanzierung der Kategorie VLTRO auf längere Laufzeit (z.B. fünf Jahre) anbieten. Ein fester Zinssatz über fünf Jahre könnte den darlehensbeziehenden Banken eine maximale Sichtbarkeit bieten, allerdings würde damit für die EZB ein bedeutendes Risiko einer Erhöhung der Zinssätze bestehen. Die EZB könnte diesem Risiko jedoch entgegenwirken, indem sie sich das Recht vorbehält, den Zinssatz nach drei Jahren in gewissen Grenzen neu zu überprüfen. Um die Verwendung dieser Mittel für den Erwerb von Staatsanleihen (was erneut die unheilvolle Verbindung zwischen staatlichen und privaten Bonitätsrisiken verstärken würde) einzuschränken, könnte als zulässige Sicherheit die langfristige Refinanzierung auf privat besicherte Wertpapiere beschränkt werden. Ein solcher Ansatz würde wahrscheinlich zu einer bedeutenden Bilanzausdehnung der BZE führen, wobei gleichzeitig der Bankkredit als vorherrschende Finanzierung in der Wirtschaft des Euroraums berücksichtigt würde<sup>13</sup>;
- Bezüglich der Forward Guidance könnte die EZB unkonventionelle Maßnahmen wie oben erwähnt ergreifen, zumindest solange innerhalb der Eurozone eine bestimmte Messgröße der Inflation unterhalb eines bestimmten Schwellenwerts liegt.

**Empfehlung 1.** Die wirtschaftliche Lage im Euro-Währungsraum erweist sich befürwortend im Hinblick auf eine Verpflichtung zu einer dauerhafteren Geldmengenexpansion: Interventionen auf dem Markt der verbrieften Kredite für Unternehmen, Durchführung von Refinanzierungsgeschäften vom Typ vLTRO mit längeren Laufzeiten, bei denen sich die Sicherheiten auf private Wertpapiere beschränken. Desweiteren könnte die EZB ihren Handlungsraum einschränken, wenn sie die Aufrechterhaltung niedriger Zinssätze versprechen und ihre nichtkonventionelle Politik weiterführen würde, solange die durchschnittliche Inflationsrate unterhalb eines expliziten Grenzwertes liegt.

## Über die Währungspolitik hinaus

Für die Eurozone ist die angekündigte Normalisierung der amerikanischen Währungspolitik ein Vorteil, denn dies ist eine Gelegenheit für die EZB, ihre expansive Geldpolitik zu verstärken, indem sie die Abwertung des Euro zulässt. Allerdings handelt es sich auch um eine potenzielle Bedrohung, denn der daraus entstehende Abzug ausländischer Investitionen kann die Wirtschaft der Zone treffen und den langfristigen Zinssatz erhöhen. Neuen Arbeiten zufolge schützt ein flexibler Wechselkurs ein Land nicht vollständig vor dem weltweiten Kreditzyklus, der seinen Ursprung in den USA nimmt und sich auf die Politik der Fed stützt<sup>14</sup>. In diesem Sinne haben die hoheitliche Emittenten der Eurozone zweifellos von den niedrigen Zinssätzen in den USA profitiert. Im Gegensatz dazu könnte eine Straffung der Kreditkonditionen durch die Fed in den kommenden Monaten eine globale Erhöhung der langfristigen Zinsen mit sich führen, mit raschen Auswirkungen auf die Refinanzierungskonditionen der Staaten und Geldinstitute des Euroraums. Diese Verschärfung könnte insbesondere eine neue unheilvolle Wechselwirkung zwischen Banken- und Staatsschuldenkrise in Spanien und Italien hervorrufen.

Angesichts dieses Risikos sollte die BZE eine eindeutig unterschiedliche Währungspolitik zur Fed ankündigen, und gegebenenfalls ihr OMT-Programm einleiten. Auf längere Sicht wäre es wichtig, auf sehr effiziente und koordinierte Art und Weise eine komplette Reihe an makroprudentiellen Aufsichtsinstrumenten zu schaffen, um die Stabilität des gesamten Finanzsystems im Laufe des Zyklus zu verstärken. Die makroprudentiellen Instrumente dienen der Kontrolle der zulässigen Verschuldung der privaten Akteure einer Volkswirtschaft, d.h. indem die Kreditbeträge begrenzt werden, die für eine gegebene Kategorie von Aktiva aufgenommen werden können (z.B. durch die Notwendigkeit einer höheren persönlichen Einlage für Immobilienkredite in der Phase eines Kreditbooms, wobei die Anforderungen bei Krisenentspannung wieder gelockert werden), oder durch die Verpflichtung der Banken zu einer bestimmten Eigenkapitalausstattung, die je nach Konjunktur variieren kann. Um wirksam zu sein, muss die makroprudentielle Politik mit der Währungspolitik abgestimmt werden<sup>15</sup>. Es erscheint uns von ausschlaggebender Bedeutung, dass die wichtigsten makroprudentiellen Instrumente von jener Stelle eingesetzt werden, die für die Bankenaufsicht auf europäischer Ebene verantwortlich ist, in enger Abstimmung mit der Währungspolitik. Eine genaue Kenntnis der Lage der einzelnen Institutionen ist in der Tat eine Voraussetzung für eine effiziente makroprudentielle Politik, und einzig eine supranationale Regulierungsstelle wird in der Lage sein, die Gesamtrisiken infolge einer Umkehrung der Kapitalflüsse zu erkennen. Das Projekt einer Bankenunion über-

<sup>13</sup> Die Entscheidung des 7. November, „zumindest bis Juli 2015“ die unbegrenzten Festzinsszulagen bei normalen Transaktionen zur Refinanzierung fortzusetzen und somit die mittelfristigen Refinanzierungen (drei Monate) ebenfalls aufrecht zu erhalten, ist ein Beitrag zur Sicherung der Bankenliquidität. Allerdings wird der Zinssatz dieser Liquidität jener sein, der zum Zeitpunkt der Transaktion gültig ist, was die Auswirkung dieser Ankündigung auf die Zinssätze beschränkt, zu denen die Banken Kredite an die Wirtschaft vergeben können.

<sup>14</sup> Bruno V. und H.S. Shin (2013): „Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy“, *NBER Working Paper*, Nr. 18942, April und Rey H. (2013): *Dilemma not Trilemma*, Beitrag zum 25. Jackson Hole Symposium 'The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence', Wyoming, August.

<sup>15</sup> Mangels entsprechender Koordination kann sich z.B. eine Situation ergeben, in der während einer Rezessionsphase eine übermäßig expansive Geldpolitik geführt wird, da die makroprudentielle Politik zu restriktiv ist (die makroprudentielle Aufsichtsbehörde befürchtet eine überhöhte Risikoübernahme der Banken angesichts der leicht erhältlichen Kredite) Vgl. z.B. Blanchard O., G. Dell'Ariccia und P. Mauro (2013): „Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular“, *IMF Staff Discussion Note*.

trägt einer gemeinsamen europäischen Aufsichtsbehörde (direkt für die großen Banken, indirekt für die anderen) die mikroprudentiellen Überwachungsinstrumente (Eigenkapitalausstattung und Liquidität, dynamische Rückstellung der Banken, Behandlung der systemrelevanten Banken...). Sie ist ebenfalls für die Verwaltung der antizyklischen Eigenkapitalreserven der sog. „systemrelevanten“ Banken zuständig. Allerdings bleiben die Mitgliedsstaaten für die Kontrolle dieser Reserven bei kleineren Banken verantwortlich (die gemeinsame Aufsichtsbehörde kann jedoch eine Verstärkung der Eigenmittelanforderungen beschließen). Sie behalten insbesondere ihre Zuständigkeit über andere wichtige makroprudentielle Instrumente wie z.B. die Auflagen für Immobiliendarlehen. Somit kann eine Situation nicht ausgeschlossen werden, in der die gemeinsame Aufsichtsbehörde aufgrund eines Kreditbooms die Eigenmittelanforderungen der Banken verstärkt, während die staatliche Kontrollstelle die Beschränkungen für Immobiliendarlehen lockert – d.h. zwei völlig widersprüchliche Maßnahmen. Wir sind der Meinung, dass die makroprudentiellen Regulierungsinstrumente vermehrt der gemeinsamen Aufsichtsbehörde übertragen werden sollten, obwohl dies eine unterschiedliche Behandlung der Mitgliedsstaaten zur Folge hat<sup>16</sup>.

**Empfehlung 2.** Für die Erlangung eines dauerhaften Schutzes des Euro gegen unverhältnismäßige, auf die amerikanische Währungspolitik zurückzuführende Kreditflüsse und Kreditrückflüsse ist eine Stärkung der Prärogativen der gemeinsamen Aufsichtsbehörde erforderlich. Hierzu sollten dieser Aufsichtsbehörde die wichtigsten Werkzeuge für eine makroprudentielle Steuerung anvertraut werden.

## Der Euro, ein Opfer des „Währungskrieges“?

### Eine typisch französische Debatte

Das Thema des starken Euro wird immer wieder in den französischen Wirtschaftsdebatten behandelt: der Ausdruck „starker Euro“ verzeichnet 6,5 Mio. Einträge auf Google, während die Anfrage „schwacher Euro“ nur 145.000 Mal aufscheint. Es besteht ein besonders markanter Gegensatz zur Diskussion in Deutschland, wo der starke Euro kein besonderes Leitmotiv darstellt: der Ausdruck „starker Euro“ verzeichnet nur 1,4 Mio. Einträge, und „schwacher Euro“ wird 764.000 Mal eingegeben<sup>17</sup>. Was ist die Ursache für diesen Wahrnehmungsunterschied?

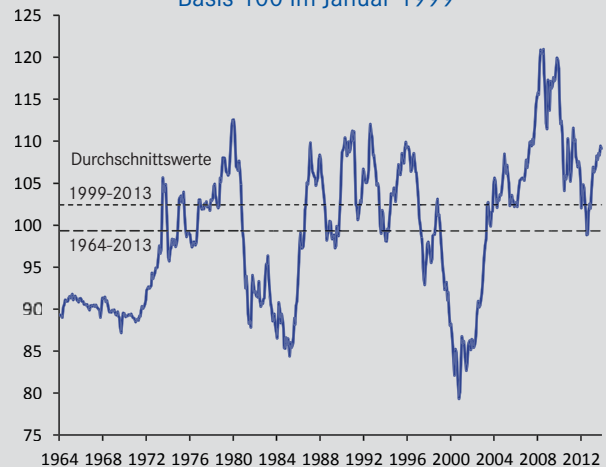
<sup>16</sup> Ein weiteres bedeutendes Risiko betrifft den Zugang der europäischen Banken zu Refinanzierungen in Dollar. Hier muss man die Fortführung der Swap-Linien seit dem 31. Oktober 2013 begrüßen, die Ende 2007 zwischen der EZB und der Fed festgelegt wurden. Diese Linien ermöglichen es der EZB, automatisch Liquidität in Dollar bereitzustellen, wenn dies notwendig ist – eine besonders wichtige Garantie angesichts der Perspektive einer „Normalisierung“ der amerikanischen Geldpolitik.

<sup>17</sup> Vgl. Google Fight, 22 Oktober 2013.

<sup>18</sup> Vgl. Ameco. Es wird davon ausgegangen, dass die europäischen Marktanteile im Laufe der Zeit infolge des Markteintritts der Schwellenländer zurückgehen. Aber der französische Marktanteilsverlust ist besonders markant.

<sup>19</sup> Artus P. und L. Fontagné (2006): « Une analyse de l'évolution récente du commerce extérieur français » in *Évolution récente du commerce extérieur français*, CAE-Bericht, Nr. 64, La Documentation française.

### 3. Realereffektiver Wechselkurs des Euro auf lange Sicht Basis 100 im Januar 1999



*Lektüre* : Der reale effektive Wechselkurs ist der durchschnittliche Wechselkurs im Vergleich zu einer Gesamtheit von Partnerländern, korrigiert durch die relativen Konsumentenpreise.

*Quelle* : BRI, enger Index (27 Partner).

Man kann das unterschiedliche Interesse am Wechselkurs zu beiden Seiten des Rheins anhand der Exportbilanz der beiden Länder erklären: der weltweite Marktanteil Frankreichs ist um 44% eingebrochen, während sich die deutsche Exportstärke nur um 18% verringert hat<sup>18</sup>. Für Artus und Fontagné (2006)<sup>19</sup> ist die Leistungsdifferenz zwischen beiden Ländern nicht hauptsächlich auf eine unterschiedliche Empfindlichkeit gegenüber dem Wechselkurs des Euro zurückzuführen (und insbesondere seine tendenzielle Aufwertung in den 2000er Jahren, vgl. Grafik 3). Es handle sich vielmehr um eine geringere Reaktivität der französischen Exportwirtschaft auf die internationale Nachfrage.

Ein weiterer Grund für die unterschiedliche Wahrnehmung bezüglich der Frage des Wechselkurses in beiden Ländern ist die Geldkultur bzw. die höhere Präferenz in Deutschland im Vergleich zu Frankreich für eine schwache Inflation. Der starke Euro gilt in Deutschland als Sicherung gegen die Inflation. In jedem Fall ist der Wechselkurs das Ergebnis einer Währungspolitik, die von einer unabhängigen Zentralbank geführt wird, deren Hauptmandat die Bewahrung der Preisstabilität ist.

### Welche Vorteile bringt ein schwächerer Euro?

Der nominale Wechselkurs einer Währung bestimmt zu einem gegebenen Zeitpunkt den relativen Preis von Gütern und Dienstleistungen, die in einem Land produziert werden, sowie den relativen Wert des akkumulierten Vermögens in

den verschiedenen Währungen. Eine nominale Abwertung der Währung verbessert vorübergehend die Wettbewerbsfähigkeit der Exportunternehmen, die je nach Sektoren in unterschiedlichen Proportionen ihre Gewinnmargen erhöhen oder Marktanteile gewinnen können<sup>20</sup>. Allerdings stellen die französischen Exporte in Länder außerhalb der Eurozone – die als einzige von einer Abwertung des Euro profitieren – nur 11% des BIP in Frankreich dar<sup>21</sup>: Die Abwertung des Euro kann nicht die einzige Antwort auf den Mangel an Wettbewerbsfähigkeit in Frankreich sein.

Parallel dazu darf man die negative Auswirkung einer Währungsabwertung auf die Kaufkraft der Haushalte und folglich ihre Fähigkeit, Güter und Dienstleistungen zu konsumieren, nicht außer Acht lassen: Infolge der Verteuerung der importierten Güter (insbesondere jener, deren Verbrauch nicht kurzfristig reduziert werden kann, wie z.B. Treibstoff) durch die Abwertung werden die Haushalte dazu veranlasst, ihre Ausgaben für lokale Dienstleistungen wie Hobbys und personenbezogene Dienstleistungen zu kürzen. Somit verursacht eine Abwertung zwei Arten von Transfers: von den Nettoimportunternehmen (z.B. der Telekommunikationssektor) zu den Nettoexportunternehmen (z.B. Luftfahrt), und von den Haushalten zu den Exportunternehmen.

Und zuletzt führt eine Abwertung des Wechselkurses zu einer Aufwertung der Vermögenswerte und Schulden in ausländischer Währung gegenüber den Vermögenswerten und Schulden in der Staatswährung. Frankreich hat insgesamt mehr Vermögenswerte als Schulden in ausländischen Währungen. Ende 2012 betrug das Bruttovermögen Frankreichs 5.829 Mrd. Euro für Bruttoverbindlichkeiten in Höhe von 6.259 Euro. Unsere Berechnungen ergeben einen annähernden Nettowert von 306 Mrd. Euro, die in Dollar investiert sind, und 247 Mrd. Euro, die in britische Pfund investiert sind. Unter diesen Bedingungen würde eine 10-prozentige Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro einen Kapitalgewinn von ca. 1,5% des BIP nach sich ziehen, während eine entsprechende Aufwertung des britischen Pfunds einen Gewinn von 1,2% des PIB bringen würde<sup>22</sup>.

## Die Auswirkung des Euro auf die Exportwirtschaft

Wir geben hier eine neue Schätzung der Auswirkungen des Euro auf die französischen Exporte anhand der Zolldaten aus der Periode 1995-2010<sup>23</sup>. Die Methode und die Ergebnisse sind im Rahmentext 1 zusammengefasst. Schätzungen zufolge

erhöht (bei sonst gleichen Bedingungen) eine 10-prozentige Abwertung des Euro im Vergleich zu einem Partnerland außerhalb der Eurozone den Wert der Verkäufe eines mittleren Exportunternehmens in dieses Land um ca. 5-6%. Diese Erhöhung – die größtenteils im Jahr der Abwertung verzeichnet wird – geht hauptsächlich auf eine Vergrößerung des Exportvolumens (4-5%) zurück, der Rest (0,5-1%) entspricht einer Erhöhung der Gewinnmargen auf jede verkaufte Einheit (durch eine leichte Preiserhöhung in Euro). Eine 10-prozentige Aufwertung des Euro hat eine symmetrische Auswirkung: Für ein Exportunternehmen verringert sich der Exportwert im Durchschnitt um 5-6%.

Auf aggregierter Ebene hat eine 10-prozentige Abwertung des Euro eine größere Auswirkung auf den Wert der Exporte (7-8%), denn die Abwertung verbessert nicht nur die Lage der vorhandenen Exportunternehmen, sondern veranlasst auch neue Unternehmen zu einem Eintritt auf die Exportmärkte<sup>24</sup>.

Diese Auswirkungen sind bedeutend: die französischen Exporte in Länder außerhalb der Eurozone stellen 11% des BIP dar, eine 10-prozentige Abwertung im Vergleich zu den Währungen aller seiner Handelspartner außerhalb der Eurozone würde einen positiven Nachfrageschock von ca. 0,7 BIP-Punkten darstellen. Das heißt nicht, dass sich das BIP um 0,7% erhöht, denn wir berücksichtigen hier weder die Auswirkungen der Abwertung auf die Importe (insbesondere die Energie- und Rohstoffeinfuhren, die ca. 1,5% des BIP ausmachen), noch Faktoren wie Kaufkraft, Konsum, Beschäftigung, Gehälter usw. Nach dem makroökonomischen Modell Mésange würde eine 10-prozentige Abwertung des Euro eine Erhöhung des französischen BIP um 0,6% nach einem Jahr und um 1% nach zwei Jahren bewirken<sup>25</sup>.

In der Detailanalyse sind keine bedeutenden Unterschiede zwischen den großen Gewerbesektoren zu erkennen. Insbesondere die wichtigsten Exportbereiche (Chemie, Automobil, Agroindustrie, Luftfahrt) sind sehr nahe am französischen Durchschnitt. Allerdings reagieren die französischen Exporte in die OECD-Länder empfindlicher auf Veränderungen des Wechselkurses als jene in die Schwellenländer. Die Exporte in die USA steigen z.B. um 9% im Fall einer 10-prozentigen Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar. Das gilt auch für die Exporte in das Vereinigte Königreich. Dies erklärt sich durch die Tatsache, dass die Produkte, die in die OECD-Länder exportiert werden, den lokalen Produkten ähnlicher und substituierbar sind (und daher stärker auf Preisunterschiede reagieren) als die Exporte in die Schwellenländer.

<sup>20</sup> Auf lange Sicht wird die Auswirkung der Devisenabwertung durch die Preiserhöhung ausgeglichen, außer wenn sich die „Wirtschaftsbasis“ zwischenzeitlich entwickelt hat (Strukturreformen, Entschuldung...) oder wenn der Wechselkurs von vornherein überbewertet war (vgl. unten).

<sup>21</sup> Die entsprechende Quote beträgt 20% des BIP für die gesamte Eurozone.

<sup>22</sup> Schätzungen der Autoren anhand des Jahresberichts 2012 der Banque de France über die Zahlungsbilanz.

<sup>23</sup> Die Daten geben für jeden französischen Exporteur über einer bestimmten Jahresabsatzgrenze die Exporte pro Land und Produkt an, innerhalb der SH6 Nomenklatur (ca. 5.000 Produkte). Wir verfügen leider über keine ähnlichen Daten für andere Länder der Eurozone.

<sup>24</sup> Der Eintritt neuer Unternehmen in ausländische Märkte geht rasch voran (im Jahr der Abwertung) und macht ca. 20% der zusätzlichen Gesamtexporte aus. Vgl. Berman N., P. Martin und T. Mayer (2012): „How Do Different Exporters React to Exchange Rate Changes?“, *Quarterly Journal of Economics*, Band 127, Nr. 1.

<sup>25</sup> Vgl. Direction générale du Trésor (dt. Generaldirektion Schatzamt) (2014): *Rapport économique, social et financier pour 2014*, Band I, S. 54. Die Hypothesen, die in diesem Modell über die Exportelastizität je nach Wechselkurs des Euro erstellt werden, entsprechen annähernd jenen, die man über die Unternehmensdaten findet.

Die produktivsten Unternehmen (die ebenfalls die meisten Exporte verzeichnen) reagieren weniger als der Durchschnitt auf Schwankungen des Wechselkurses<sup>26</sup>. In der Tat absorbieren sie die Wechselkursschwankungen in höherem Maße in ihren Gewinnmargen: Sie heben ihre Exportmargen an, wenn der Euro abgewertet wird, und verringern sie bei einer Aufwertung. Ebenso reagieren jene Exportunternehmen, die einen Großteil ihrer Zwischenprodukte importieren, weniger als der Durchschnitt auf Wechselkursschwankungen. Für sie wird die gesteigerte Wettbewerbsfähigkeit infolge einer Abwertung des Euro durch die Verteuerung der importierten Zwischenprodukte begrenzt. Die exportstärksten Unternehmen sind aber auch jene, die die meisten Zwischenprodukte importieren. Man kann davon ausgehen, dass die Tendenz der Unternehmen, ihre Produktionsprozesse über globale Produktionsketten zu internationalisieren, dazu führt, die Auswirkungen der Wechselkursveränderungen zu reduzieren. Eine verringerte Abhängigkeit von der Währungsinstabilität ist im Übrigen einer der Gründe für die Diversifizierung der Produktionsstätten.

Man hört oft, dass jenseits einer gewissen Grenze eine Aufwertung des Euro besonders verheerende Folgen für die Exportwirtschaft hätte. Dadurch wird ein nichtlinearer Effekt der Wechselkursschwankungen angedeutet: schwach, wenn der Euro auf nahezu ausgeglichenem Niveau ist, und stark, wenn er maßgeblich davon abweicht. Für die französischen Exportunternehmen konnten wir keinen solchen Schwellenwert erkennen: eine Aufwertung des Euro um 10% reduziert die Exporte eines mittelgroßen Unternehmens um ca. 5-6% unabhängig der Wechselkurshöhe, die für diese Einschätzung verwendet wird.

Ein weiteres häufiges Argument ist die höhere Produktkategorie oder Qualität der französischen Produkte, wodurch die französischen Exporte von den Wechselkursschwankungen weniger betroffen sind, sodass sie weniger preisempfindlich sind. Sicher ist, dass man mit höherer Qualität größere Mengen zu einem gegebenen Preis verkaufen kann. Allerdings ist nicht erwiesen, dass die Qualität die Empfindlichkeit der Exporte gegenüber Wechselkursschwankungen reduziert. Um dies zu überprüfen, haben wir jene Unternehmen getrennt betrachtet, deren durchschnittliche Stückwerte im Export bei allen Produkten die höchsten sind. Es geht darum, dass diese Unternehmen, die teurere Produkte exportieren, auf das „Luxussegment“ spezialisiert sind. Die ersten Ergebnisse bestätigen nicht, dass die Exporteure von „Luxusgütern“ weniger empfindlich auf Wechselkursschwankungen reagieren, obwohl unser Qualitätsmaßstab zu wenig effizient ist, um eine endgültige Schlussfolgerung zu ziehen.

Eine Abwertung des Euro ermöglicht es, die Preise in ausländischer Währung der französischen Exportunternehmen zu senken. Theoretisch kann derselbe Effekt durch eine Preissenkung in Euro ohne Wechselkursveränderung erzielt werden. Wir haben überprüft, dass die Auswirkung einer nominalen Abwertung des Euro dieselbe Auswirkung auf den Exportwert hat wie eine Preissenkung in Frankreich gegenüber den Preisen im Ausland. Das ist wichtig,

<sup>26</sup> Vgl. Berman et al. *op. cit.*

### 1. Die Empfindlichkeit der französischen Exporte in Länder außerhalb der Eurozone auf den Wechselkurs messen

Wir beobachten die Güterexportwerte von ca. 100.000 französischen Exporteuren pro Jahr in jeden Markt außerhalb der Eurozone von 1995 bis 2010 (mehr als 4 Mio. Beobachtungen). Diese Daten werden von den Zollämtern registriert, indem die Absätze jedes Exporteurs für ein Jahr pro Produktkategorie und Zielort kumuliert werden. Die Daten über Serviceexporte sind nicht verfügbar. Wir erklären die Schwankungen der Verkäufe von einem Jahr aufs nächste durch bestimmte Kontrollparameter, die je nach Zielort und beobachtetem Jahr spezifisch sind, sowie durch die Veränderung des Wechselkurses.

Die unten berichteten Resultate entsprechen der Spezifikation, die für die Bestimmung der Auswirkung einer Abwertung des Euro verwendet wurde<sup>a</sup>. Der Wert der Exporte (in Logarithmus) eines Unternehmens  $f$  des Sektors  $s$  in das Land  $i$  im Jahr  $t$ ,  $\ln X_{fsit}$  wird um den realen Wechselkurs des Euro gegenüber von Land  $i$  (in Logarithmus),  $\ln EURO_{it}$  auf das BIP des Bestimmungslandes (in Logarithmus)  $\ln PIB_{it}$  auf das Preisniveau des Bestimmungslandes (in Logarithmus),  $\ln P_{it}$  und auf alle festen Effekte (Unternehmen-Sektor-Bestimmungsland und Jahr) regressiert, die eine Berücksichtigung der Spezifitäten des Unternehmens, das in das Bestimmungsland exportiert, ermöglichen.

$$\ln X_{fsit} = -0,61 \ln EURO_{it} + 0,66 \ln PIB_{it} + 0,10 \ln P_{it} + \text{festen effekte}$$

(0,04)                      (0,08)                      (0,02)

Die geschätzten Koeffizienten sind vor jeder erklärenden Variabel angegeben und ihre standardmäßige Abweichung ist in Klammern angegeben. Die drei Koeffizienten sind signifikant ab dem Schwellenwert von 1%. Eine 10-prozentige Abwertung des Euro erhöht die französischen Exporte um ca. 6%. Wenn die Schätzung unter Berücksichtigung des Rückgangs der Exportzuwachsquote von einem Jahr aufs nächste entsprechend der Wechselkursveränderung durchgeführt wird, erzielt man einen etwas geringeren Effekt (5%). Auf aggregierter Ebenen erhält man eine Elastizität von 0,76. Diese Elastizität ist etwas weniger hoch als jene, die für Deutschland anhand aggregierter Daten geschätzt wird, d.h. 0,6<sup>b</sup>.

<sup>a</sup> Für eine genauere und technische Analyse vgl. Héricourt J., P. Martin und G. Orefice (2014): « L'impact des variations de taux de change de l'euro sur les exportateurs français », *La Lettre du CEPII*, Herausgabe demnächst.

<sup>b</sup> Vgl. Thorbecke W. und A. Kato (2012): "The Effect of Exchange Rate Changes on Germany's Exports", *RIETI Discussion Paper*, Nr. 12-E-081.

denn obwohl der nominale Wechselkurs kein wirtschaftspolitisches Instrument der französischen Regierung mehr ist, kann diese dennoch die Preise der Exportunternehmen anhand einer Reihe von wirtschaftspolitischen Beschlüssen beeinflussen, die einen direkten Einfluss auf die Kosten der Unternehmen haben (Sozialabgaben, Steuern, Energiekosten<sup>27</sup>...). Die französischen Unternehmen können ebenfalls ihre Wettbewerbsfähigkeit verbessern, indem sie die Qualität ihrer Produkte erhöhen. Auch hier kann die Wirtschaftspolitik, in Form einer Unterstützung von Innovation und Forschung sowie Ausbildung, eine



nicht unwesentliche Rolle spielen. Während eine nominale Abwertung nur eine kurz- bis mittelfristige Auswirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit hat, ermöglichen strukturelle Reformen eine Kostensenkung oder eine Verbesserung der Produktqualität, wodurch die Konkurrenzfähigkeit dauerhaft verbessert wird. Der Vorteil einer nominalen Abwertung ist die rasche Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit, sie verringert aber keinesfalls die Notwendigkeit von Reformen, die eine Verbesserung der strukturellen Wettbewerbsvoraussetzungen der französischen Wirtschaft bewirken und sämtliche Exporte fördern sollen – nicht nur jene in die Länder außerhalb der Eurozone.

### Die Auswirkung des Euro auf die Importwirtschaft

Zum Schluss haben wir die Auswirkung einer Abwertung des Euro auf die gewerblichen Importe der französischen Unternehmen aus Ländern außerhalb des Euroraums geschätzt. Die Gesamteinfuhren Frankreichs aus Ländern außerhalb des Euroraums stellen 13% des französischen BIP dar. Wir messen die durchschnittliche Auswirkung einer Abwertung des Euro gegenüber jedem Bezugsland auf die Einfuhren von Industrieerzeugnissen aus diesen Ländern. Unsere Schätzungen sind etwas ungenauer als für die Exporte. Eine Abwertung des Euro verursacht einen Rückgang des Importvolumens, bei gleichzeitiger Preiserhöhung für jede importierte Einheit – d.h. zwei gegensätzliche Auswirkungen auf den Wert der Importe. Die Ergebnisse legen nahe, dass eine 10-prozentige Abwertung des Euro den Preis der importierten Industrieerzeugnisse für einen mittelgroßen Importeur um ca. 2% erhöht. Die Nachfrage nach importierten Gütern geht nach den Schätzungen um ca. 0 bis 2% zurück. Auf kurze Frist spielt der Preiseffekt eine wichtigere Rolle als der Mengeneffekt, und der Wert der Importe erhöht sich um 0 bis 3%. Erst nach zwei Jahren überwiegt der Mengeneffekt den Werteffekt. Auf aggregierter Ebene erhöht sich der Wert der Importe um ca. 3,5%. Dieses Ergebnis ist wichtig, denn es belegt, dass eine Abwertung die Kosten für die französischen Importunternehmen erhöht.

**Feststellung 3.** Eine Abwertung des Euro in Höhe von 10 % führt eine Erhöhung des Wertes der Exportes (außerhalb des Euro-Währungsraums) in einer Größenordnung von 7 % bis 8 % mit sich; allerdings werden die Importe hierbei (außerhalb des Euro-Währungsraumes) um etwa 3,5 % teurer, und dies ohne kurzfristige Senkung des importierten Volumens. Eine Senkung der französischen Preise um 10 % führt im Vergleich zu den Preisen der Partner Frankreichs die gleiche Auswirkung wie eine Wertminderung des Euro um 10 % auf die Exporte mit sich.

**Empfehlung 3.** Da sich die entsprechenden Preise genauso stark wie der Wechselkurs auf die Exporte auswirken, ist es erforderlich, die Wachsamkeit im Hinblick auf die Auswirkungen der öffentlichen Politik (Sozialabgaben bei Löhnen und Gehältern, Besteuerung, Energiekosten) auf die Kosten und die französischen Preise zu stärken.

## 2. Der Begriff „Gleichgewichtswchselkurs“

Der Begriff „Gleichgewichtswchselkurs“ ist nicht gerade offensichtlich, denn wenn eine Währung frei schwankt, wird ihr Wechselkurs zu jedem Zeitpunkt von einem Marktgleichgewicht bestimmt. Es ist aber üblich, den Ausdruck „Gleichgewichtswchselkurs“ ausschließlich für verschiedene mittel- und langfristige Normen zu verwenden. Für ein Industrieland können drei verschiedene Normen verwendet werden.

- Die Kaufkraftparität: Auf sehr lange Frist zeigen die realen Wechselkurse zwischen Schlüsselwährungen keine bestimmte Tendenz. Laut dieses ersten Kriteriums befindet sich der Euro nahe seinem Wert auf sehr lange Sicht (Grafik 3);
- Die Nettoauslandsposition: auf lange Sicht kann man bei einem Land, dessen Nettoauslandsposition (Aktiv-Passiv) sich verschlechtert, prinzipiell eine Abwertung des realen Wechselkurses feststellen. Dieses zweite Kriterium ändert nicht grundsätzlich die Diagnose über den Euro, denn insgesamt sind in der Zone im Laufe der Zeit kaum Ungleichgewichte entstanden<sup>a</sup>.
- Das interne Gleichgewicht und die Verbindung zur Geldpolitik: Wenn, wie oben empfohlen, die Geldpolitik in der Eurozone in eine vermehrt expansive Richtung gelenkt werden soll, so ist die logische Folge, dass der Euro kurzfristig abgewertet wird. Das Ausmaß der Abwertung ist extrem schwierig zu berechnen, da sie auf zahlreichen unsicheren Hypothesen beruht. Wir versuchen trotzdem, eine bezifferte Schätzung mit zahlreichen „wenn...“ zu erstellen. Das Ziel der EZB ist es, eine Inflationsrate nahe 2% zu erreichen, während sie heute ca. 1% beträgt, kombiniert mit einem bestätigten Deflationsrisiko. Eine 10-prozentige Abwertung des Euro würde es ermöglichen, sich an das Inflationsziel der EZB anzunähern und gleichzeitig anhand der Preiserhöhung der Importgüter die Preise innerhalb der Eurozone um ca. 0,8% zu erhöhen<sup>b</sup>. Diese Abwertung, begleitet von einer vermehrt expansiven Geldpolitik, würde es ebenfalls ermöglichen, die Lücke innerhalb der Eurozone zwischen potenzieller und effektiver Produktion teilweise zu schließen, die heute vom IWF auf 2,7% des BIP und von der OECD auf 4,2% des BIP geschätzt wird (vgl. Grafik 4).

<sup>a</sup> Zu diesem Zweck stellt der Internationale Währungsfonds für 2013 eine Unterbewertung in Höhe von 5-10% in Deutschland und eine Überbewertung derselben Größenordnung in Frankreich in Aussicht. Die zwei Länder haben dieselbe Währung, sodass die Diskrepanz vor allem auf interne Faktoren zurückzuführen ist: das Preisniveau sei in Frankreich im Vergleich zu Deutschland zu hoch (10%). Der Euro wird als in der Nähe seines Gleichgewichtswerts betrachtet. Vgl. IMF External Stability Report 2013.

<sup>b</sup> Vgl. Landau B. und F. Skudely, „Pass-Through of External Shocks Along the Pricing Chain: A Panel Estimation Approach for the Euro Area“, European Central Bank Working Paper, Nr. 01/2009. In anderen Worten würde eine vermehrt expansive Geldpolitik eine Resorption der mangelnden Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen in der Eurozone durch einen Rückgang des Wechselkurses anstelle einer Preissenkung ermöglichen, deren makroökonomische Folgen vor allem aufgrund der hohen Verschuldung verheerend sein könnten.

<sup>27</sup> In einem neueren Bericht geht der CAE davon aus, dass eine 10-prozentige Preiserhöhung des Strompreises in Frankreich den Wert der Exporte durchschnittlich um 1,9% reduzieren würde. Vgl. Bureau D., L. Fontagné und P. Martin (2013): « Énergie et compétitivité », CAE-Note, Nr. 6, Mai.



## Wie soll man den Wert des Euro beurteilen?

Ist der Euro heute zu stark, und wenn ja, hinsichtlich welchen Kriteriums? Im Rahmentext 2 sind die verschiedenen möglichen Ansätze zusammengefasst.

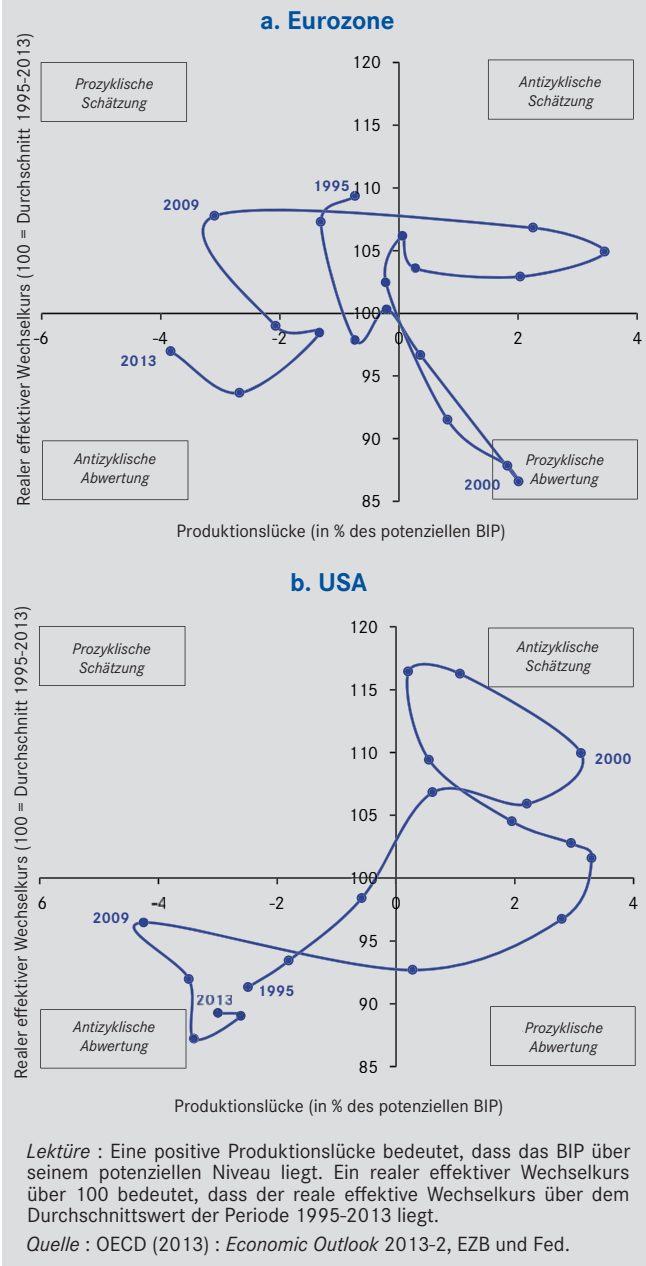
Ein erster Ansatz besteht darin, die historische Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses zu betrachten. Die Grafik Nr. 3 belegt, dass seit 1964 (indem die Währungen der Mitgliedsstaaten vor 1999 durch den Euro ersetzt werden) kein spezielles Muster für den Euro festgestellt werden kann. Zwischen Januar 2012 und November 2013 befand sich der Euro im Schnitt 2% über seinem durchschnittlichen Wert seit 1999 und 5% über seinem langjährigen Durchschnitt. In Anbetracht der Fehlerquote bei der Preismessung kann man davon ausgehen, dass der Wert des Euro seinem langjährigen Durchschnitt entspricht.

Ein zweiter Ansatz besteht darin, sich die Frage zu stellen, ob der Euro auf lange Sicht eine Aufwertung (unter dem Einfluss der akkumulierten Exportüberschüsse) oder im Gegenteil eine Abwertung (aufgrund des tendenziell schwächeren Wirtschaftswachstums der Eurozone im Vergleich zur restlichen Welt) verzeichnen hätte sollen. Diese zwei widersprüchlichen Auswirkungen sind schwer zu messen. Die existierenden Schätzungen sind mit einer hohen Fehlerquote behaftet und ermöglichen keine grundlegende Änderung der Diagnose über den Euro<sup>28</sup>.

Ein dritter Ansatz konzentriert sich auf eine kurzfristige Zeitspanne: Ist der Euro – unabhängig von langfristigen Betrachtungen – nicht zu stark in Anbetracht der problematischen Krisenüberwindung im Euroraum? Um diese Frage zu beantworten, kann man die Schwankungen des effektiven realen Wechselkurses des Euro in Abhängigkeit von der Produktionslücke der Zone (Abweichung zwischen effektiver und potenzieller Produktion) betrachten und mit der Situation in den USA vergleichen. Um eine stabilisierende Wirkung zu haben, muss sich der tatsächliche Wechselkurs (nominaler Wechselkurs, korrigiert um die Preisentwicklung) in derselben Richtung wie die Produktionslücke verändern: eine Aufwertung bei guter Wirtschaftslage, eine Abwertung im gegenteiligen Fall. In Grafik 4 wird ersichtlich, dass dies zwischen 1995 und 2013 in den USA der Fall war, aber nicht in der Eurozone. Auch wenn der Euro 2012 in Übereinstimmung mit der Verschlechterung der Wirtschaftslage maßgeblich abgewertet wurde, so bleibt dies mehr die Ausnahme als die Regel. 2009 blieb der reale Wert des Euro stabil, während sich die Wirtschaftslage in der Zone stark verschlechterte. 2013 hat sich der Euro im Vergleich zu 2012 aufgewertet, während das BIP der Zone weiter schrumpfte. Im Gegensatz dazu fiel im Jahr 2000 eine Periode besonders intensiver Geschäftstätigkeit mit einer ausgeprägten Schwäche des Euro zusammen.

In diesem Sinne und in Übereinstimmung mit unserer Diagnose über die Geldpolitik (vgl. oben) kann man davon ausgehen (Rahmentext 2), dass eine vermehrt expansive Politik der Europäischen Zentralbank, in Begleitung einer nominalen Abwertung des Euro in Höhe von ca. 10%, die Annäherung an das Inflationsziel der EZB und zugleich eine Ankurbelung der

## 4. Realer effektiver Wechselkurs und Geschäftszyklus



unzureichenden Nachfrage in der Zone ermöglichen würde. Da der Euro angesichts der verschiedenen langfristigen Normen (vgl. oben) nicht überbewertet ist, kann man sich allerdings keine dauerhafte Abwertung erwarten.

**Feststellung 4.** Anfang 2014 erweist sich die konjunkturelle Lage als durchaus befürwortend für einen vorübergehend schwächeren Euro, was zeitgleich mit einer stärker expansiven Währungspolitik einhergehen sollte. Da der Euro jedoch im Hinblick auf über lange Zeiträume festgelegte, unterschiedliche Normen keinesfalls überbewertet worden ist, kann keine dauerhafte Schwächung des Euro erwartet werden.

<sup>28</sup>Vgl. z. B. Bénassy-Quéré A., S. Béreau, V. Mignon (2009): « Taux de change d'équilibre. Une question d'horizon », *Revue Économique*, Band 60, Nr. 3, S. 657-666.

## Interventionen am Devisenmarkt und internationale Koordination

### Interventionen am Devisenmarkt

Außerhalb der Währungspolitik besitzt eine Notenbank theoretisch zwei Instrumente, um den Wechselkurs zu beeinflussen: sie kann auf dem Devisenmarkt eingreifen, d.h. z.B. Dollar kaufen, wenn sie ihre eigene Währung schwächen will, aber sie kann Aussagen über den Wechselkurs machen, in der Hoffnung, die Erwartungen der Märkte zu koordinieren.

Empirische Arbeiten haben eine gewisse Anzahl an notwendigen Bedingungen aufgezeigt, damit eine solche Intervention effizient ist: Die Intervention muss möglichst zwischen mehreren Banken koordiniert sein, dem Markt angekündigt werden (anstatt „geheim“ gehalten zu werden), hohe Beträge betreffen, nicht zu häufig auftreten und nicht „steril“ sein<sup>29</sup>. Darüber hinaus können sich die „verbalen“ Erklärungen, d.h. die Kommunikation der Zentralbanken über den Wechselkurs, als wirksam erweisen, wenn sie glaubwürdig sind und vor allem den Ankündigungen über die Währungspolitik nicht widersprechen<sup>30</sup>. Allerdings ist es zweifellos illusorisch zu glauben, eine Wechselkursstrategie allein auf verbalen Erklärungen zu begründen, deren Glaubwürdigkeit langfristig von effizienten geldpolitischen Beschlüssen bzw. effektiven Marktinterventionen abhängig ist.

Da das Mandat der EZB auf ein internes Ziel – die Bewahrung der Preisstabilität – gerichtet ist, muss man davon ausgehen, dass ihre Interventionspolitik (effektiv und verbal) dem internen Ziel untergeordnet ist: Die EZB interveniert nur, wenn der Euro stark ist und ein eindeutiges Deflationsrisiko besteht, oder wenn der Euro schwach ist und die Gefahr einer Inflation droht.

Für die Regierungen der Eurozone ist somit die Versuchung groß, durch Deklarationen den Wechselkurs zu beeinflussen, in der Hoffnung, von selbst die Erwartungshaltung auf ein anderes Gleichgewicht zu verlagern. Wir haben diese Möglichkeit untersucht, indem wir die Auswirkung von 11 Erklärungen hoher politischer Würdenträger in Frankreich zwischen 2006 und 2013 (Rahmentext 3) untersucht haben. Die Ergebnisse sind eindeutig: Die verbalen Deklarationen von Politikern haben keinerlei Einfluss auf den Wechselkurs.

**Feststellung 5.** Die Erklärungen der politischen Entscheidungsträger zum Thema möglicher Schwankungen des Wechselkurses erweisen sich generell als ineffizient.

### Internationale Koordinierung, warum?

Vom Plaza-Abkommen, das im September 1985 den Abschwung des Dollarkurses ausgelöst (bzw. begleitet) hat, bis zum Louvre-

### 3. Die Auswirkung der Mitteilungen politischer Führungskräfte auf den Wechselkurs messen

Haben politische Entscheidungsträger die Fähigkeit, den Wechselkurs durch verbale Interventionen zu beeinflussen? Verschiedene Arbeiten, insbesondere Fratzscher (op. cit.), haben belegt, dass die zuständigen Vertreter der Zentralbanken den Wechselkurs erfolgreich in der gewünschten Richtung beeinflussen können, ohne dass eine Änderung der Geldpolitik vorgenommen wurde. Kann man dies auch von den politischen Führungskräften behaupten? Unter Verwendung derselben Methode haben wir die Auswirkung von elf Deklarationen führender französischer Politiker (Staatspräsident, Premierminister, Finanzminister, Minister für Industrie) auf den Wechselkurs Euro-Dollar zwischen dem 1. Januar 2006 und dem 30. September 2013 geschätzt, sowie von drei Erklärungen in Deutschland (die den französischen Erklärungen widersprachen). Wir stellten keine signifikante Auswirkung infolge dieser Erklärungen fest, auch auf kurze Frist (d.h. am Tag der Erklärung). Auf fünf von elf französischen Deklarationen folgte noch am selben Tag eine Abwertung des Euro (a priori der erwünschte Effekt), aber auf die sechs anderen folgte eine Aufwertung. Wenn man die Entwicklung des Wechselkurses am Tag nach der Deklaration analysiert, so sind drei erfolgreich (Abwertung des Euro) und acht nicht erfolgreich (Aufwertung des Euro). Eine ökonometrische Schätzung über die Auswirkung der französischen und deutschen Erklärungen bestätigt, dass sie keinen statistisch erwiesenen Effekt auf den Wechselkurs Dollar/Euro haben.

Zusammengefasst kann man sagen, dass der Devisenmarkt den Erklärungen politischer Persönlichkeiten über den Wechselkurs keinerlei Beachtung schenkt, während er jedoch auf die Aussagen der Geldbehörden reagiert.

Abkommen von 1987, das seine Abwertung beendete, hat der G7 immer wieder öffentlich auf die Vorteile von flexiblen (d.h. nicht manipulierten) Wechselkursen hingewiesen, jedoch mit sehr mäßigem Erfolg. Der G20 vertrat diese Meinung ebenfalls in Form von sorgfältig vorbereiteten Aussagen, die auf allen Gipfeltreffen beinahe unverändert wiederholt wurden. Die Bilanz des G7 und G20 im Bereich der internationalen Koordination der Währungs- und Wechselkurspolitik fällt uneinheitlich aus. Einerseits ist diese Koordination ineffizient angesichts der Unabhängigkeit der Zentralbanken, die über ein eigens definiertes Mandat bezüglich interner Ziele verfügen. Andererseits hat sich die Koordination in Krisenperioden als wertvoll erwiesen, als die Swapvereinbarungen zwischen den Zentralbanken die Versorgung der Banken mit Liquidität in mehreren Währungen gleichzeitig ermöglichten.

Jenseits der praktischen Machbarkeit sind die Vorteile der internationalen Koordination geldpolitischer Strategien kein Gegenstand eines Konsenses. In einem internationalen Umfeld, in dem die Staaten über Instrumente verfügen, um auf die unberechenbaren Kapitalbewegungen (Anpassung des Wechselkurses, makroprudentielle Maßnahmen) zu

<sup>29</sup> Vgl. Lecourt C. und H. Raymond (2008): « Les interventions de banques centrales sur les marchés des changes : un instrument de politique économique désuet ? » in *La politique de change de l'euro*, CAE-Bericht, Nr. 80, La Documentation française. Die Sterilisierung einer Devisentransaktion besteht darin, ihre Auswirkung auf die Geldbasis zu neutralisieren, indem eine umgekehrte Transaktion auf dem nationalen Devisenmarkt durchgeführt wird (z.B. durch den Kauf von staatlichen Aktiva, um den Verkauf von ausländischen Währungsreserven auszugleichen).

<sup>30</sup> Fratzscher M. (2008): "Oral Interventions versus Actual Interventions in FX Market: An Event Study Approach", *Economics Journal*, Band 118, Nr. 530, S. 1079-1106.

reagieren, ist es wichtig, dass jede Zone über ein eigenes geldpolitisches Instrument verfügt, um eine nicht-inflationäre Wachstumspolitik zu führen. Somit bleibt die Idee eines Null- bzw. Negativ-Summen-Spiels, das vom Konzept des „Währungskrieges“ vermittelt wird, relativ umstritten. Es scheint, dass der G20 effizienter ist, wenn er sich um die Finanzregulierung kümmert, als wenn er versucht, die geldpolitischen Strategien aufeinander abzustimmen.

Das Konzept der „Manipulation des Wechselkurses“, das regelmäßig vom amerikanischen Kongress in Bezug auf die chinesische Devisenpolitik vorgebracht wird, hat nur eine geringe Reichweite für Währungszone mit flexiblem Wechselkurs und perfekter Kapitalbewegung, in denen sich die Geldpolitik an internen Zielen orientiert. Tatsächlich stellen die USA und Großbritannien mit ihrer Politik der quantitativen Lockerung keineswegs die Abwertung ihrer Währung als erstes Ziel in den Vordergrund (nur Japan tat dies, ohne sein Vorhaben eindeutig vor dem G20 zuzugeben). Allerdings kann man eine Parallele zwischen handelspolitischen und geldpolitischen Schutzmaßnahmen ziehen, wenn die Zentralbank massiv in die Devisenmärkte eingreift, um z.B. eine Aufwertung ihrer Währung zu verhindern.

Bestehende empirische Arbeiten belegen, dass die Zollabgaben viel mehr Einfluss auf den Handelsverkehr haben als die Wechselkurse, wahrscheinlich weil sie im Gegensatz zu den Wechselkursschwankungen eine dauerhafte Wirkung haben<sup>31</sup>. Somit entspricht eine Unterbewertung des Wechselkurses von 10% nicht einem Zoll von 10%, sondern vielmehr einem Zoll von 1%. Die Parallele ist umso legitimer, als sich die Frage bezüglich möglicher rechtlicher Schritte bei der Welthandelsorganisation (World Trade Organisation WTO) stellt.

Bei der Frage über die Manipulation des Wechselkurses verweist Artikel 15 der Statuten der WTO auf den Internationalen Währungsfond (IWF), bei gleichzeitiger Anerkennung des allgemeinen Prinzips einer Kontrolle des Wechselkurses. Der IWF verbietet unter Artikel 4 Manipulationen des Wechselkurses, die darauf abzielen «Anpassungen der Zahlungsbilanzen zu verhindern oder einen unfairen Wettbewerbsvorteil zu schaffen». Allerdings sind keine Sanktionen definiert. Im Rahmen der Reformen von 2007 und 2012 wurde festgelegt, dass ein Land als Reaktion auf kurzfristige, als übertrieben erachtete Wechselkursschwankungen auf dem Devisenmarkt intervenieren darf. Ein Wechselkurs gilt als «manipuliert», wenn das Land Interventionen oder Devisenkontrollen einleitet, um den Wechselkurs im Vergleich zu seinem Grundniveau auf Dauer unterbewertet zu halten, mit dem Ziel, durch die

Unterbewertung die Exportwirtschaft anzukurbeln. Diese zwei Bedingungen sind sehr restriktiv, umso mehr als empfohlen wird, im Zweifelsfall zugunsten des Mitgliedsstaats zu entscheiden. Zudem verfügt der IWF diesbezüglich über keine Sanktionsbefugnis. Und zuletzt wurde kein einziges Land jemals wegen einer Manipulation seines Wechselkurses sanktioniert, denn die Koordinierung zwischen IWF und Welthandelsorganisation ist beschränkt. Zudem sind Beweise für eine solche Manipulation nur schwer zu finden, und der IWF zögert, die „manipulierenden“ Länder an den Pranger zu stellen, vor allem wenn es sich um wichtige Mitglieder handelt<sup>32</sup>.

Angesichts der zögerlichen Haltung der internationalen Organisationen besteht die Gefahr, dass das Konzept der Manipulation des Wechselkurses in jeder Währungszone gesondert behandelt wird, mit dem Risiko, gegebenenfalls Handelskriege auszulösen. Daher sind wir der Meinung, dass man das Konzept und seine Anwendung auf multilateraler Ebene erneut untersuchen sollte, auf der Grundlage einer höheren Transparenz der Banken vor allem im Bereich der Devisenmarktinterventionen.

**Empfehlung 4.** Die internationale Koordinierung sollte sich auf die Regulierung der Finanzierungsmärkte und das Krisenmanagement konzentrieren. Die Vorwürfe für eine „Manipulation“ des Wechselkurses sollten auf multilateraler Ebene erneut untersucht werden, um die Entstehung von Handelskriegen vermeiden zu können.

## Schlussfolgerung

Das Auftreten von Währungskonflikten zwischen Großmächten ist ein unvermeidbares Phänomen in einem internationalen Währungssystem, in dem nicht alle Länder gleichzeitig ihre Währung ab- oder aufwerten können. Man kann allerdings den Grad eines solchen Konflikts abschwächen, indem aktive makroprudentielle politische Maßnahmen entwickelt werden und eine enge Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken im Krisenfall vorgesehen wird. Die Eurozone sollte unbedingt das Deflationsrisiko im Rahmen ihrer Währungsstrategie berücksichtigen – eine Wende, die normalerweise eine temporäre Abwertung des Euro zur Folge hätte. Man sollte allerdings nicht davon ausgehen, dass der Euro eine dauerhafte Abwertung erfahren wird, sodass sich für Frankreich die Notwendigkeit einer umfassenden politischen Strategie zur Förderung der preislichen und nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit ergibt. ●

<sup>31</sup> Fitzgerald D. und S. Haller (2012): *Exporters and Shocks*, mimeo, Stanford University und Economic and Social Research Institute, Dublin.

<sup>32</sup> Vgl. Zimmermann C.D. (2011): „Exchange Rate Misalignment and International Law“, *The American Journal of International Law*, Band 105, Nr. 3, S. 423-476 und Mussa M. (2008): „IMF Surveillance over China's Exchange Rate Policy“ in *Debating China's Exchange Rate Policy*, Goldstein und Lardy (eds), Peterson Institute for International Economics. Dasselbe Schema findet sich auf europäischer Ebene wieder: Der Artikel 142 des Vertrags sieht vor, dass „jeder Mitgliedsstaat, für den eine Ausnahmeregelung gilt (insbesondere das Vereinigte Königreich, Anm. d. R.) seine Wechselkurspolitik wie eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse behandelt“; allerdings wird die Frage des „gemeinsamen Interesses“ im ECOFIN-Rat nicht regelmäßig erörtert.



**conseil d'analyse  
économique**

**Der Conseil d'Analyse Economique (CAE) wurde im Auftrag des französischen Premier Ministre gegründet und soll durch die Gegenüberstellung der Gesichtspunkte und Analysen der Mitglieder des CAE ein besseres Verständnis der Entscheidungen der französischen Regierung im Wirtschaftssektor ermöglichen.**

**Stellvertretende Vorsitzende** Agnès Bénassy-Quéré  
**Generalsekretär** Hélène Paris

**Wissenschaftliche Berater**  
Jean Beuve, Clément Carbonnier,  
Jézabel Couppey-Soubeyran,  
Manon Domingues Dos Santos,  
Cyriac Guillaumin

**Mitglieder** Philippe Askenazy, Agnès Bénassy-Quéré,  
Antoine Bozio, Pierre Cahuc, Brigitte Dormont,  
Lionel Fontagné, Cecilia García-Peñalosa,  
Philippe Martin, Guillaume Plantin,  
David Thesmar, Jean Tirole, Alain Trannoy,  
Étienne Wasmer, Guntram Wolff

**Korrespondenten** Patrick Artus,  
Laurence Boone, Jacques Cailloux

**Veröffentlichungsdirektor** Agnès Bénassy-Quéré  
**Chefredakteur** Hélène Paris  
**Elektronische Veröffentlichung** Christine Carl

**Pressekontakt** Christine Carl  
Ph: +33(0)1 42 75 77 47  
christine.carl@cae-eco.fr