

DER VOLKSWIRT

Die gespaltene Währungsunion

Für Südeuropa und Frankreich ist der Eurowechsellkurs deutlich zu hoch. Deutschland könnte einen noch höheren Kurs vertragen. Spannungen sind programmiert.

Von Philip Plickert

Den schwelenden Währungskonflikt haben die großen Wirtschaftsnationen (G 20) auf ihrem Moskauer Treffen mit einem Formelkompromiss überbrückt. „Wettbewerbliche Abwertungen“ solle es nicht geben. Aber wenn Währungen wegen einer an internen Zielen ausgerichteten lockeren Geldpolitik abgewertet werden, dann ist das erlaubt. Weiterer Streit über die Wechselkurse ist absehbar. Klagen über einen „Währungskrieg“ kamen schon vor zwei Jahren auf. Damals waren es Schwellenländer, allen voran Brasilien, die den Amerikanern ein Dollar-Dumping vorwarfen, als die amerikanische Notenbank die Märkte mit frischen Geld flutete. Die scharfe Abwertung des zuvor starken Yen durch die japanische Notenbank hat jüngst neue Sorgen über einen „Abwertungswettlauf“ geschürt.

Erst kürzlich preschte Frankreichs Präsident François Hollande vor und forderte eine europäische Wechselkurspolitik. Ein gegenüber anderen Währungen aufwertender Euro mache alle Reformbemühungen der Krisenländer für mehr Wettbewerbsfähigkeit zunichte, denn ihre Exportaussichten sinken bei einem höheren Wechselkurs. Die „Europäer können eine Aufwertung des Euro gebrauchen wie ein Loch im Kopf“, schrieb die Deutsche Bank jüngst in einer Analyse.

Ist ein Wechselkurs von 1,33 Dollar je Euro – so der Durchschnitt in der vergangenen Woche – tatsächlich überbewertet? Wo läge der „richtige“ Wechselkurs? Der Präsident der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, betonte nach der Ratssitzung, der Euro liege in etwa bei seinem langfristigen Durchschnittskurs. Bundeskanzlerin Angela Merkel äußerte ebenfalls, die Währung sei nicht überbewertet: „Eurokurse zwischen 1,30 und 1,40 Dollar gehören zur Normalität der Geschichte des Euro.“

Wer hat recht? Frankreich als Wortführer der südeuropäischen Krisenländer oder Deutschland? Antwort: beide. Nach Jahren der auseinandergerateten Wettbewerbsfähigkeit leidet die europäische Währungsunion unter intern stark verzerrten Wechselkursen. Für Länder aus dem Süden ist der Außenwert des Euro zu hoch, für das exportstarke Deutschland könnte er sogar zu niedrig sein. Volkswirte der Bank Morgan Stanley haben jüngst Schätzungen der „fairen“ Eurokurse berechnet: Für Frankreich kamen sie auf 1,23 Dollar – also knapp 10 Cent niedriger als der Kurs in der vergangenen Woche, für Deutschland wäre aber ein Kurs von 1,53 Dollar angemessen – also 20 Cent mehr als der tatsächliche Devisenkurs. Aus Sicht von Frankreich wäre der Euro damit um rund 8 Prozent überbewertet, aus Sicht von Deutschland 13 Prozent unterbewertet.

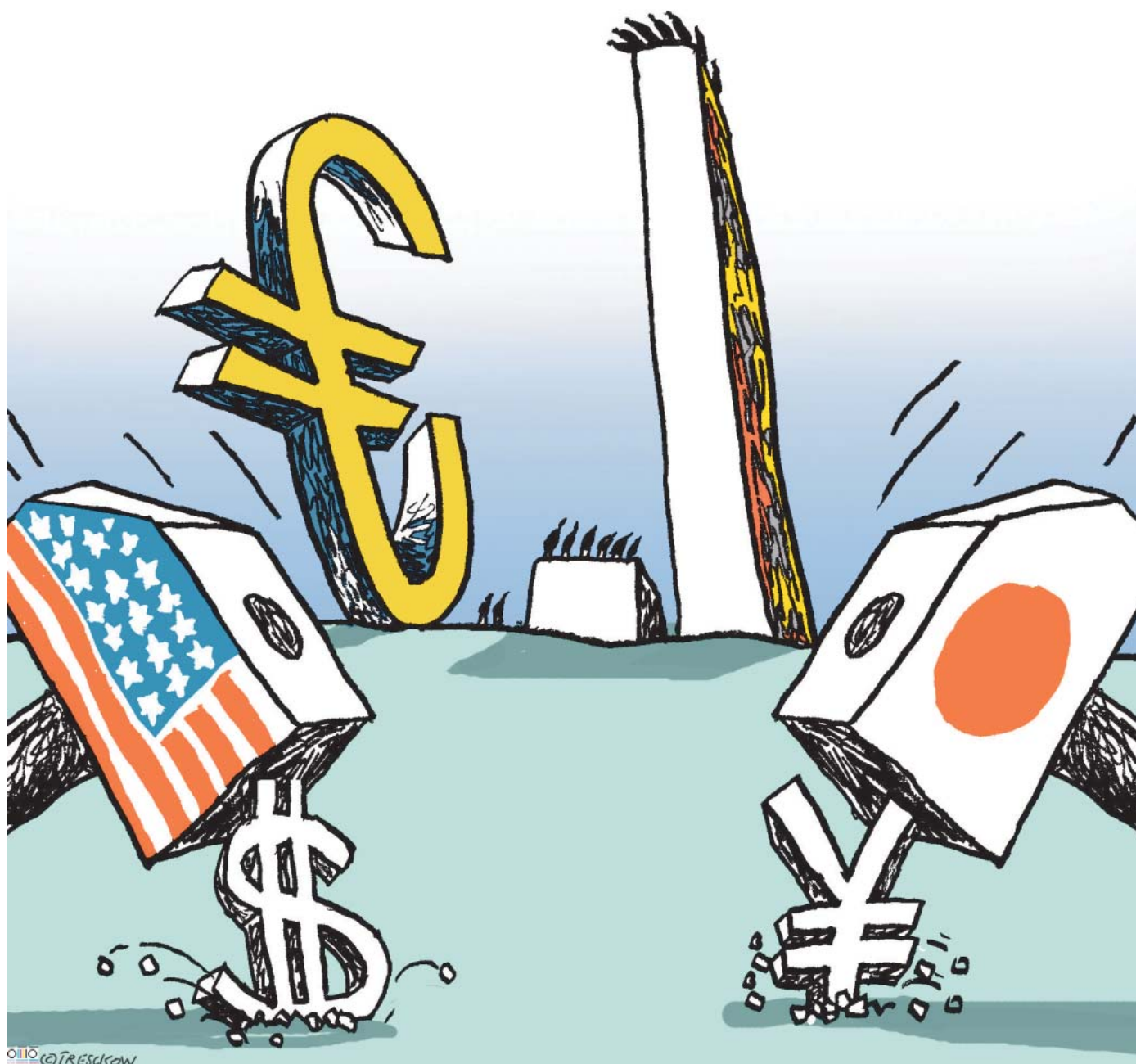


Illustration Peter von Tresckow

Es gebe „eine große Divergenz der fairen Werte innerhalb der Währungsunion“, stellen die Morgan-Stanley-Ökonomen fest. Für das in einer extremen Rezession kämpfende Griechenland errechnen sie einen angemessenen Eurokurs von nur 1,07 Dollar, der Euro steht somit für die Hellen um fast ein Viertel zu hoch. Für Italien errechnen sie 1,19 Dollar als angemessenen Kurs, für Spanien kommen sie auf 1,26 Dollar. Lediglich Österreich und auch Irland, vor allem aber

Deutschland mit seinem sehr hohen Leistungsbilanzüberschuss könnten einen höheren Wechselkurs vertragen.

Basis der Berechnungen sind Schätzungen zur Kaufkraftparität sowie zur Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit der verschiedenen Euro-Länder. Morgan Stanley hat dafür drei Indikatoren herangezogen: die relativen Wachstumsraten, Lohnstückkosten und Exportzuwächse. Eigentlich müssten sich die Preisniveaus in verschiedenen Ländern anpassen, in-

dem Wechselkurs in „zu teuren“ Ländern sinken – also in den südeuropäischen Krisenländer, deren Produkte auf dem Weltmarkt nicht gut verkäuflich sind. Der Wechselkurs eines preislich sehr wettbewerbsfähigen Landes wie Deutschland müsste aufwerten.

Das Ventil einer Wechselkursänderung ist in der Währungsunion jedoch verstopft. Deshalb müssen die Ländern intern abwerten, also Löhne und Preise kürzen. Stimmen die Berechnungen der Volkswirte von Morgen Stanley, dann müssten die Griechen auf dem schmerzhaften Weg der Lohn- und Preissenkungen noch sehr viel weitergehen und um mehr als 20 Prozent real abwerten. Volkswirte von Goldman Sachs kamen auf ähnliche Größenordnungen – nach ihrer Berechnung vor mehr als einem Jahr müssten die Griechen sogar um 30 Prozent intern abwerten, also Löhne und Preise senken, um ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht herzustellen. Auch Portugal und Spanien müssten so stark abwerten. Die sozialen Spannungen einer solchen Deflation sind kaum vorstellbar. Es gibt Ökonomen wie Hans-Werner Sinn, die sich trauen, einen Euroexit als die weniger schmerzhafteste Option zu empfehlen. Die Mehrheit der Europolitiker hingegen will den Euroraum zusammenhalten – koste es, was es wolle.

Gespaltener Euroraum

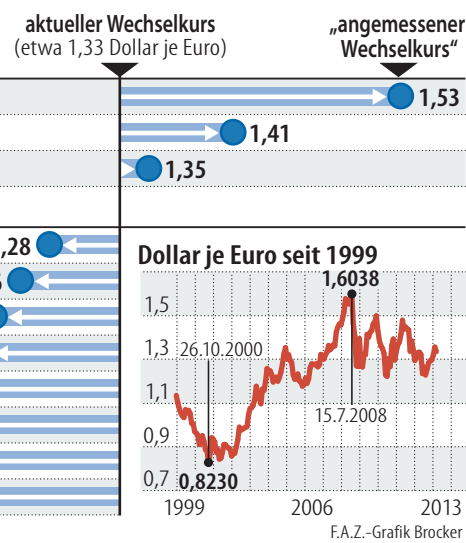
Der Euro ist unterbewertet für...

Deutschland	1,53
Irland	1,41
Österreich	1,35

Der Euro ist überbewertet für...

Finnland	1,28
Spanien	1,26
Portugal	1,24
Frankreich	1,23
Niederlande	1,22
Belgien	1,19
Italien	1,19
Griechenland	1,07

Quellen: Haver Analytics; Morgan Stanley; Bloomberg



Ist Wirtschaftswachstum schädlich?

Anmerkungen zu einer aktuellen Debatte / Von Kai Carstensen und Karl-Heinz Paqué

Viele deutsche Intellektuelle warnen vor Wirtschaftswachstum: Die Apokalypstiker glauben, es führe in die ökologische und soziale Katastrophe. Die Wachstumspessimisten behaupten, Wirtschaftswachstum sei in einer alternierenden Gesellschaft auf längere Sicht unmöglich. Den Pessimisten kommen schon die Fakten in die Quere. Die Gesellschaft altert seit Jahrzehnten, die deutsche Wirtschaft wächst aber munter weiter. Trotz der Konjunkturlaute nach 2001 und der tiefen Rezession 2009 legte das Bruttoinlandsprodukt auch im neuen Jahrhundert im Durchschnitt um 1,3 Prozent im Jahr zu. Das sieht nicht wie eine Wachstumskrise aus. Wenig spricht bisher dafür, dass die düsteren Voraussagen etwa von Thomas Malthus im 19. Jahrhundert und die des Club of Rome im 20. Jahrhundert am Ende doch noch eintreten.

Ist Stagnation aber vielleicht wünschenswert? Die Antwort auf diese Frage ist vielschichtig. Ganz offensichtlich erleichtert Wachstum die Haushaltskonsolidierung. Seit 2005, als die Arbeitsmarkt-Reformen zu greifen begannen und die deutsche Wirtschaft Wettbewerbsfähigkeit zurückgewonnen hat, nahmen die Steuereinnahmen von 476 auf 618 Milliarden Euro zu, also um knapp ein Drittel, der Löwenanteil davon wachstumsbedingt. So konnte Deutschland die staatlichen Budgets ausgleichen, ohne in großem Stil öffentliche Leistungen zu kürzen. Keiner der Wachstumswarner hat diese Entwicklung bedauert. Im Gegenteil verlangen viele von ihnen zusätzlich Steuerer-

höhungen, um den – ja, wachsenden (!) – Bedarf der Gesellschaft zu decken.

Wachstum ist aber mehr als ein Vehikel zur Erfüllung der Schuldenbremse. In Ländern wie Deutschland speist es sich primär aus einer kontinuierlichen Zunahme des marktfähigen Wissens, das sich in steigender Arbeitsproduktivität ausdrückt – in der Größenordnung von bislang etwa 1,5 Prozent im Jahr. Ein Stillstand träte nur ein, wenn unseren Fachkräften, Ingenieuren und Unternehmern buchstäblich nichts mehr einfielle, wie man Produkte und Prozesse nach Marktverhältnissen und Technologie verbessert, umgestaltet oder differenziert. Ein solches Versiegen der Innovationskraft ist natürlich denkbar, zumal in einer alternierenden Gesellschaft. Wahrscheinlich ist es allerdings nicht, solange der Staat Innovationen nicht verhindert, denn die Menschen sind von sich aus sehr kreativ. Und wünschenswert ist es erst recht nicht, denn was ist eigentlich attraktiv an einer Gesellschaft, der nichts mehr einfällt?

Solche Gesellschaften hat es tatsächlich schon gegeben: in Osteuropa zur Zeit des Sowjetsozialismus. Wachstum gab es nur in Nischen – vom privaten Gemüsegarten hinter der Datsche bis zur häuslichen Handwerksleistung mit kreativ beschafften Materialien. Die Leistung in der offiziellen Wirtschaft war oft mehr Wertzerstörung als Wertschöpfung, zumindest bewertet mit Weltmarktpreisen. Zugegeben: ein historischer Extremfall. Aber er macht klar, um was es letztlich bei Wachstum geht: um die individuelle

Freiheit, Altes zu verbessern, Neues zu erfinden und am Markt zu verkaufen. Er verdeutlicht auch unser zentrales Anliegen. Es geht nicht darum, einem „Wachstumsfetisch“ zu huldigen, sondern die Freiheit – ja, auch die wirtschaftliche Freiheit – als die Voraussetzung für Wachstum zu verteidigen. Genau diese Freiheit garantiert die Marktwirtschaft. Wenn noch soziale Absicherung hinzukommt, verdient sie das Prädikat Soziale Marktwirtschaft.

Natürlich steht die Soziale Marktwirtschaft permanent vor neuen Herausforderungen: Die Knappheit von Rohstoffen, die Balance des Klimas, die Schäden der Umwelt, die Volatilität der Finanzmärkte – all dies führt zu einem oft krisenhaften Strukturwandel der Wirtschaft, sei es nun über veränderte Marktpreise oder über neue staatliche Regulierungen. Die Politik hat dabei die Aufgabe, die Rahmenbedingungen an die Herausforderungen anzupassen, und zwar ganz pragmatisch, im Sinne einer Stückwerktechnologie, die im Geiste eines kritischen Rationalismus von Karl Popper aus erkannten Schwächen lernt, aber dem Markt seine so wichtigen Entdeckungsspielräume lässt. Dies ist ein Gebot der Demut vor den Beschränkungen der Erkenntnis: Nie wissen wir, wie sich die Welt genau entwickeln wird, deshalb müssen wir Optionen offenhalten.

Genau dies wollen die Apokalypstiker nicht. Sie verlangen eine radikale Abkehr von der vermeintlichen Wachstumsfixierung oder gar von der Marktwirtschaft, eine „Große Transformation“, wie es der Wissenschaftliche Beirat Globale Um-

weltveränderungen (WBGU) der Bundesregierung gefordert hat. Es ist eine Welt der ökologischen Nachhaltigkeit, die sich angeblich heute schon erkennen und definieren lässt. Wir müssen nur noch, so die Botschaft, das Ruder der staatlichen Steuerung radikal herumreißen: weg von fossilen Energien, weg von traditionellen schönen Konsumwünschen, weg von allem, was im Urteil der Warner nicht das Prädikat „nachhaltig“ verdient.

Wir sehen diesen Weg mit tiefer Skepsis. Kann eine Gesellschaft die Folgen und Nebenwirkungen einer „Großen Transformation“ richtig abschätzen, die bereits mit der Förderung von Biokraftstoff ungewollt zu einer starken Verteuerung von Nahrungsmitteln in Entwicklungsländern beigetragen hat? Kann sie die gigantische neue Infrastruktur des Energietransports plangemäß bereitstellen, wenn sie schon bei vergleichsweise kleinen Projekten wie Stuttgart 21 und dem Großflughafen Berlin ein Desaster erlebt? Und am wichtigsten: Kann sie die Menschen ohne totalitäres „Brainwashing“ zu Entscheidungen veranlassen, die das Streben nach persönlichem und wirtschaftlichem Fortkommen gefährden? Die „Große Transformation“ hat einen totalitären Zug. Sie wurde deshalb auch von der Mehrheit der Koalition in der Enquete-Kommission „Wachstum – Wohlstand – Lebensqualität“ des Bundestags jüngst zu Recht abgelehnt.

Kai Carstensen ist Bereichsleiter am Ifo-Institut und Professor für Makroökonomie an der Universität München, Karl-Heinz Paqué ist Dekan der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften an der Universität Magdeburg und hat dort einen Lehrstuhl für VWL.

WIRTSCHAFTSBÜCHER

Der lange Weg zum Euro

Harold James an den Quellen der Währungsunion

Das Buch von Harold James über die Entstehung der Europäischen Währungsunion sorgt schon im Vorwort für Spannung. Aus ihm geht hervor, dass der Autor in den Archiven der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), der EZB und nicht zuletzt der Bundesbank bislang unveröffentlichte Protokolle und Dokumente studieren durfte. 50 Seiten Fußnoten im Anhang der Studie mit dem Titel „Making the European Monetary Union“ belegen nicht zuletzt die fleißige Nutzung von Quellen, die für die allgemeine Öffentlichkeit noch gesperrt sind, so dass sie sich jetzt kaum direkt überprüfen lassen.

Sie sprudelten für Harold James, weil der angesehene Professor, der in Princeton forscht, von der EZB und der BIZ den Auftrag erhielt, die Geschichte des „Ausschusses der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft“ zu erforschen. Dieser sogenannte „Gouverneursausschuss“ spielte von 1964 bis 1993 für die monetäre Integration Europas eine entscheidende Rolle. 1994 wurde er durch das Europäische Währungsinstitut abgelöst.

Wie breit Harold James wissenschaftlich geschürt hat, lässt sich bereits beim Blick auf die Gliederung seines Buches erkennen. Die Kapitel beschäftigen sich unter anderem mit der Entstehung des Gouverneursausschusses, beleben die Währungsschlange und erinnern an die Verhandlungen über das Europäische Währungssystem. Darüber hinaus lenken sie das Augenmerk auf den Delors-Bericht und den Entwurf einer europäischen Notenbankverfassung. Schließlich fangen sie auch die EWS-Krisen Anfang der neunziger Jahre ein.

Eingerahmt werden die insgesamt neun Kapitel durch eine Einführung und ein Fazit, die den Lesehunger allein schon wegen ihrer Aktualität kräftig anregen. So stößt der Leser gleich am Anfang und dann fast 400 Seiten später wieder im Schlusswort auf das Bild einer unvollständigen Währungsunion. Zu ihrer Funktionsfähigkeit hätte nach Ansicht des Verfassers unter anderem eine europäische Bankenaufsicht gehört, über die aber keine Einigung zu erzielen war. Die Zitate aus den früheren Auseinandersetzungen demonstrieren im Übrigen, dass die Argumente, die schon vor über zwanzig Jahren zum Thema „Bankenaufsicht und Geldpolitik“ vorgetragen wurden, oft bis aufs Wort den heutigen Stellungnahmen gleichen.

Der Erkenntnisgewinn aus der gründlichen Studie geht jedoch weit über diese aktuellen Bezüge hinaus. So hat der Verfasser die teilweise doch recht kantigen Diskussionen zur monetären Integration in den betreffenden Ausschüssen und Gremien über einen langen Zeitraum detailliert herausgearbeitet. Die Dokumentation der Streitfälle zeigt,

dass zwar zahlreiche Konflikte – trotz zunächst unüberwindbar erscheinender Gegensätze – gelöst worden sind. Andere blieben aber ungelöst in Kompromissformulierungen stecken, bis sie in den Turbulenzen des Europäischen Währungssystems oder in der jüngsten Finanz- und Schuldenkrise wiederaufbrachen. Der im Anhang abgedruckte Vergleich zwischen dem Entwurf des Gouverneursausschusses zum EZB-Statut



Harold James: Making the European Monetary Union.

Belknap Press. Cambridge 2012. 592 Seiten. 35 Dollar

und der endgültigen Wortwahl im Maastrichter Vertrag ist sehr erhellend.

Der große Wurf erklärt sich auch daraus, dass er die politische Dimension der europäischen Integration fast ebenso intensiv beleuchtet wie die wirtschaftlichen Zusammenhänge und die Einzelheiten monetärer Mechanismen. Der Besuch Helmut Schmidts in der Bundesbank am 30. November 1978 stellt ein wichtiges Beispiel dar. Damals bemühte der frühere Bundeskanzler das Primat der Politik, um die ökonomischen Bedenken der Bundesbank gegen die Schaffung eines Europäischen Währungssystems zu relativieren. Dieses System deutet der Autor auch als Antwort Europas auf die Spannungen im internationalen Währungsgefüge. Darüber hinaus zeigt Harold James, dass bereits der 1970 veröffentlichte Werner-Plan und die spätere, im Jahr 1989 verschiedene Blaupause des Delors-Berichts zur Währungsunion ebenfalls in einem engen Zusammenhang zu den jeweiligen Dollarkrisen standen.

Dieser globale rote Faden hält zugleich viele einzelne Abschnitte des umfangreichen Werkes zur monetären und politischen Integration Europas gut zusammen. Das Einzige, was man am Ende des spannenden Buches vermisst, ist ein Literaturverzeichnis und einige wenige Namen im Personen- und Sachindex. So sei „Making the European Monetary Union“ jedem nachdrücklich empfohlen, der sich für die jüngere Geschichte Europas im Allgemeinen und für die Ursprünge der Europäischen Zentralbank im Besonderen interessiert. Als Begleitlektüre dazu würde die „Herausforderung Euro“ von Hans Tietmeyer hervorragend passen, zumal der ehemalige Bundesbankpräsident eine jener Quellen verkörpert, aus denen Harold James besonders viel schöpfen konnte. HERMANN REMSPERGER

Thema politischer Bildung

Informationen zur Finanzkrise und ihre politische Verarbeitung

Politische Bildung ist eine wichtige Aufgabe parteinaher Stiftungen, wie der Friedrich Naumann Stiftung für die Freiheit. Im vorliegenden Sammelband beschäftigen sich der Herausgeber Peter Altmiks und vier weitere Autoren mit der „Marktordnung im Finanzsystem“. In der Einführung wirft Altmiks die Frage auf, ob Regulierung und Geldpolitik eher zur Entstehung oder eher zur Milderung der Finanzkrise beigetragen haben. Damit wird Kritik an der Politik und deren Leistungsfähigkeit angedeutet. Ulrich Vrede beschreibt die Bankenregulierung und die drei Baseler Abkommen. Man erfährt nicht nur, dass die Eigenkapitalbasis der Banken bis 2019 quantitativ angehoben und qualitativ gehärtet werden soll, sondern auch etwas über die befürchteten Folgen der Reformen wie eine Verkürzung der Bankbilanzen und deshalb Schwierigkeiten bei der Kreditversorgung der Realwirtschaft.

Vrede deutet an drei Stellen grundsätzliche Kritik an der politischen Verarbeitung der Finanzkrise an. Erstens verweist er auf die steuerliche Privilegierung von Fremdkapital gegenüber dem Eigenkapital in vielen Ländern, die durch die neuen Regelwerke nicht abgebaut wird. Zweitens verweist er auf die Privilegierung öffentlicher gegenüber privaten Schuldnern. Drittens stellt er im Anschluss an Andrew Haldane von der Bank of England die Frage nach der optimalen Komplexität von Regulierungen. Wie es für einen Text zur politischen Bildung wohl angemessen ist, konzentriert Vrede sich stärker auf die Deskription als auf Analyse und Kritik.

Ines Läufer und Christine Arentz analysieren die Ratingagenturen aus einer hayekianischen Perspektive. Sie weisen darauf hin, dass Informationsasymmetrien Voraussetzung für deren Existenz sind. Weil die drei großen Agenturen für ihre Ratings von den Emittenten bezahlt werden, gibt es Anreize zu Gefälligkeitsratings. Reputationsverluste und daraus resultierende Geschäftsverluste könnten dem entgegenwirken, wenn der Staat den Agenturen nicht durch Aufsichtsregeln Macht verliehen hätte. Die Autorinnen warnen vor der Gefahr großflächig wirkender Fehler, die sie „kollektiven Irrtum“ nennen, die durch die staatlich erzwungene Verbindlichkeit

von möglicherweise fehlerhaften Ratings entstehen können. Ralf Bauers Aufsatz zum Risikomanagement ist vorwiegend deskriptiv. Er beginnt mit der Unterscheidung von 21 Risiken, bespricht danach das Risikomanagement und die Gesamtsteuerung von Banken. Im abschließenden Beitrag sieht Altmiks einen Zielkonflikt zwischen Finanzmarktstabilität und der Bereitstellung günstiger Kredite. Er stellt sich im



Peter Altmiks (Hrsg.): Marktordnung im Finanzsystem.

Universum: Berlin 2013. 175 Seiten. Kostenlos.

Wesentlichen drei Aufgaben: erstens die Einordnung der anderen Beiträge, zweitens die Ursachenanalyse der Finanzkrise und drittens die kritische Analyse der geplanten Maßnahmen, mit der die Finanzmärkte stabilisiert werden sollen. Für die Krise macht er vor allem den Staat verantwortlich.

Von den sieben bei Altmiks „Gründe“ genannten Determinanten – daneben nennt er noch Brandbeschleuniger – sind vier, nämlich die Niedrigzinspolitik, Basel 1 und 2, die amerikanische Förderung des Wohneigentums für arme und die mangelnde Aufsicht über die Finanzmärkte, letztlich Staatsversagen. Das fehlerhafte Risikomanagement der Banken ist natürlich diesen anzulasten. In Anbetracht des politischen Drucks, auch Armen den Hauserwerb zu ermöglichen, ist die mangelnde Prüfung der Kreditwürdigkeit bei amerikanischen Hauskäufern nicht eindeutig nur Staat oder Banken anzulasten; Ähnliches gilt für die Rolle der Ratingagenturen. Altmiks' Beitrag ist vielleicht zu ehrgeizig: Es klingt zwar Kritik am staatlichen Papiergeldsystem und der Geldschöpfung aus dem Nichts an, aber man muss sich fragen, wie viel der Leser hier oder bei den Verweisen auf die ökonomische Konjunkturtheorie nachvollziehen kann. ERICH WEDE