

Geldwertstabilität und Währungsschwäche: Der Euro im Sog der Dollar-Zinsen

Von Heinz-Peter Spahn *

To determine the short-run outcome for the exchange rate, one needs to know its long-run destination.

*Christopher Bliss*¹

Die Tatsache, daß die geldpolitische Strategie des Eurosystems kein Wechselkursziel für den Euro beinhaltet, erleichtert die Aufgabe, die Geldpolitik auf die Gewährleistung von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet auszurichten.

*Europäische Zentralbank*²

1. Einleitung

Während der ersten beiden Jahre nach Gründung der Europäischen Währungsunion geriet der Euro an einer unerwarteten Seite unter Problemdruck: Er erlebte eine anhaltende Abwertungsphase, und zwar nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber dem Yen und dem Britischen Pfund. Kritiker des Euro-Projekts hatten zuvor vor allem die binnenwirtschaftliche Stabilität der neuen Gemeinschaftswährung bezweifelt und eine Devisenmarktschwäche dann eher als Folge einer Inflationstendenz erwartet. Von anderer Seite wurde umgekehrt ein beschäftigungsschädlicher Aufwertungsdruck befürchtet, weil man den Euro in der Nachfolge der D-Mark sah und seine Entwicklung zu einer starken Anlagewährung prognostizierte. Das Faktum, daß sich der Abwertungstrend des Euros aber vor dem Hintergrund einer auch im internationalen Vergleich (zunächst) außerordentlich niedrigen europäischen Inflationsrate vollzog, machte seine Devisenmarktschwäche scheinbar vollends zu einem Rätsel, das in den Medien mehr oder weniger sachkundige Debatten auslöste.

Auch die EZB schien zumindest von der Hartnäckigkeit der Abwertungstendenz überrascht zu sein. Auf das Problem einer externen Währungsschwäche war die europäische Geldpolitik schlecht vorbereitet. Grundsätzlich bestand zwar kein offizielles Wechselkursziel, aber man vertraute doch darauf, Geldwertstabilität im Inneren werde auch eine Absicherung gegen ernsthafte Verluste des Euro-Außenwertes bieten. Die ab Herbst 1999 vorgenommenen Zins-

* Universität Stuttgart-Hohenheim. Ich danke drei anonymen Gutachtern für konstruktive Kritik.

¹ Bliss (1986: 16).

² Europäische Zentralbank (1999a: 45).

erhöhungen wurden zwar mit Verweisen auf die Preis- bzw. Geldmengenentwicklung gerechtfertigt, in der Öffentlichkeit entstand gleichwohl der Eindruck, die EZB sei angesichts der Debatte um den fortwährenden Wertverfall des Euros auf dem Devisenmarkt nervös geworden und habe sich aus Sorge um die Reputation der neuen Währung an den vom Federal Reserve System betriebenen Zinssteigerungsprozeß angekoppelt. Das – zudem erfolglose – Bemühen, mittels Zinserhöhungen und direkten Devisenmarktinterventionen die Euro-Abwertung zu stoppen, drohte jedoch seinerseits, die Glaubwürdigkeit der EZB zu unterminieren, und verstärkte die Irritationen über ihren geldpolitischen Kurs; die ohnehin umstrittene "Zwei-Säulen-Strategie" schien um ein implizites Wechselkursziel ergänzt worden zu sein.³

Damit stellt sich die alte Frage nach der geldpolitischen Autonomie bei flexiblen Wechselkursen nun auch im Falle der europäischen Geldpolitik. Dies ist deshalb überraschend, weil empirische Erfahrungen und theoretische Überlegungen zwar für kleine offene Volkswirtschaften die Verheißung einer derartigen Autonomie relativiert hatten, aber die erwartete Unabhängigkeit von Wechselkursstörungen war gerade ein Argument für die Schaffung eines großen, relativ geschlossenen europäischen Währungsraumes. Es ist das Ziel des vorliegenden Beitrags, den Kurs der EZB aus der Perspektive einer geforderten Vereinbarkeit von internem und externem Gleichgewicht zu überprüfen. Dabei wird die These vertreten, daß die EZB den Grad ihrer außenwirtschaftlichen Autonomie unterschätzt; sie betreibt eine möglicherweise intuitiv an der Tradition der Bundesbank orientierte Politik und hat (noch) nicht zu der Gelassenheit gefunden, die der im Vergleich zur D-Mark bedeutenderen Rolle des Euros entsprechen würde.

In *Abschnitt 2* wird anhand der Zinsparitätsbedingung gezeigt, wie eine offene Volkswirtschaft bei flexiblen Wechselkursen von ausländischen Zinsschocks berührt wird und wie das Phänomen einer Währungsschwäche bei interner Geldwertstabilität zu erklären ist. *Abschnitt 3* thematisiert das geldpolitische Steuerungskonzept der EZB und zeigt, wie ausländische Störimpulse analytisch in einem einfachen Modell des Inflation Targeting erfaßt werden können. *Abschnitt 4* analysiert, warum die Zinspolitik der EZB lange Zeit den Euro nicht zu stabilisieren vermochte, und in *Abschnitt 5* wird versucht, die zinspolitische Überreaktion auf wechselkurs- und ölpreisbedingte Störungen zu erklären, die im Hinblick auf das Ziel einer mittelfristigen Bewahrung der Preisstabilität unnötig war und dem Euro auf dem Devisenmarkt nicht geholfen hat.

2. Zinsparität und Geldpolitik

Die Wechselkursstheorie lehrt, daß kurzfristig die Zinsparität als Bedingung des externen Gleichgewichts zu betrachten ist, langfristig hingegen sich die Kaufkraftparität durchsetzt.

³ Siehe z.B. Burckhardt (2000).

Beide Momente lassen sich im Theorem überschießender Wechselkurse vereinbaren, wobei der Wechselkurs unmittelbar auf Zinsdifferenzen auf den internationalen Finanzmärkten reagiert, der Bezugspunkt für seine erwartete Auf- oder Abwertung jedoch durch einen kaufkraftparitätstheoretisch bestimmten Fundamentalwert gegeben ist. Im Falle fester Wechselkurse ist eine bestehende Zinsdifferenz die Folge einer Abwertungserwartung. Bei flexiblen Kursen können hingegen die Zinsen im Prinzip von der Geldpolitik nach binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen gesteuert werden; demnach muß sich der Kassakurs als einzig endogene Variable in der Zinsparitätsformel⁴

$$(1) \quad e_t = E_t(e_{t+T}) + T(r_t^A - r_t)$$

in Relation zum erwarteten Kurs so bewegen, daß ein durch eine Zinsdifferenz gegebenes Finanzmarktgleichgewicht kompensiert wird. Die Wechselkursänderungserwartung schlägt sich demnach im Kassakurs nieder; sie ist nicht die Ursache der Zinsdifferenz.⁵ Ausgehend von einer Konstellation der Zinsgleichheit müßte somit eine Zinserhöhung im Ausland zu einer sprunghaften Abwertung der Inlandswährung führen, deren Ausmaß von der Höhe *und der erwarteten Dauer* der entstandenen Zinsdifferenz abhängt. In den folgenden Perioden wäre eine schrittweise Wiederaufwertung zu erwarten, die in dem Moment den Ausgangskurs erreicht, in dem die Zinserhöhung zurückgenommen wird. Dieses Muster wird z.B. durch den Streckenzug AB_1C_1 in *Abbildung 1* illustriert.

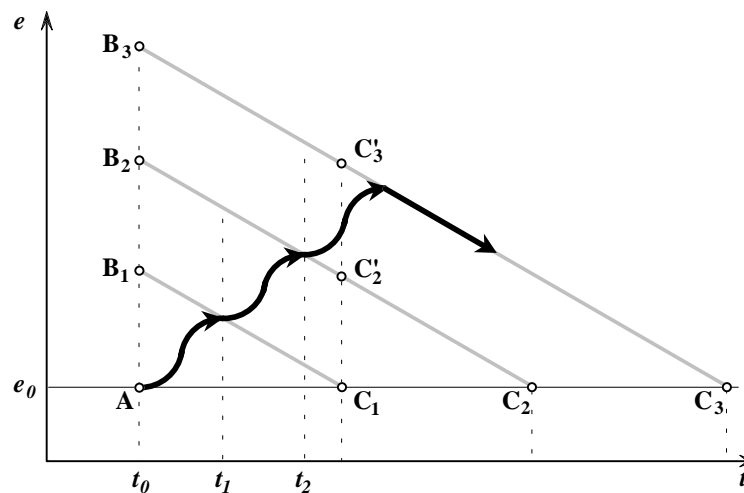


Abbildung 1: Abwertungsprozeß bei Unsicherheit

Faktisch war jedoch dieses Muster überschießender Wechselkurse empirisch kaum zu beobachten:⁶ So brachte z.B. der Zinsvorteil von Dollar-Titeln gegenüber der D-Mark in der er-

⁴ Hier bezeichnet e den logarithmierten Wechselkurs und r den Nominalzinssatz p.a. für Anlagen mit einer Laufzeit von T Perioden. E ist der Erwartungsoperator; ein hochgestelltes A markiert eine Auslandsgröße.

⁵ Vgl. McKinnon (1990).

⁶ Vgl. Goodhart (1988).

sten Hälfte der 80er Jahre keine sprunghafte Dollar-Aufwertung hervor, gefolgt von einer kontinuierlichen Abwertung zum fundamental bestimmten Gleichgewichtskurs; vielmehr zog sich die Dollar-Aufwertung über Jahre hin. Nun läßt sich diese Entwicklung durchaus analytisch nachvollziehen, wenn zwei Annahmen des Modells modifiziert werden:

- Zum einen sprechen Unsicherheiten und Risiken auf den internationalen Finanzmärkten (sowie die immensen gegenläufigen Bruttoströme) gegen das Bild permanenter, "rational" kalkulierter Bestandsgleichgewichte; vielmehr werden die Portfolios schrittweise umgeschichtet, wobei Mitläufereffekte u.ä. eine Rolle spielen.
- Zum anderen haben die Akteure keine sichere Information über die Dauer einer zinspolitischen Restriktion im Ausland. Wird diese anfangs unterschätzt, so verlagert eine in t_1 bzw. t_2 auftretende Erwartung einer länger anhaltenden Zinsdifferenz den "theoretischen" Anpassungspfad von AB_1C_1 nach AB_2C_2 bzw. AB_3C_3 .

Beide Momente, die Portfolioumschichtung als Prozeß in der Zeit und der Effekt neuer Informationen auf dem Devisenmarkt, können dann eine zunächst lange anhaltende Abwertung der Inlandswährung erzeugen (schwarzer Pfeil in *Abbildung 1*).

Dabei ist angenommen, daß das Kursniveau e_0 als konstanter (kaufkraftparitätstheoretisch bestimmter) Fixpunkt der Wechselkurerwartungen fungiert. Jedoch muß die Kaufkraftparität nicht notwendigerweise den Anker der Kurserwartung abgeben; sie kann vielmehr selbst zu einer endogenen Variablen werden, indem sich die nationalen Preisniveaus an einen von der Kapitalbilanz bestimmten Wechselkurs anpassen.⁷ Es ist inkonsequent, den jeweils *aktuellen* Kassakurs als von den quantitativ klar dominierenden Kapitalbewegungen bestimmt anzusehen, den künftig *erwarteten* (Gleichgewichts-) Wechselkurs jedoch wieder vom Stand der Handelsbilanz bzw. von der Relation nationaler Preisniveaus abhängig zu machen. Deshalb war auch die von der Redeweise einer Euro-Unterbewertung genährte Hoffnung trügerisch, ein durch die Inflationsdifferenz gegebener preislicher Wettbewerbsvorsprung der EWU gegenüber den USA werde für eine Erholung des Euros sorgen. Wenn die Devisenmärkte durch den Kapitalverkehr geprägt werden, so hätte allein der Einkommenseffekt eines Exportüberschusses, d.h. der Zinseffekt einer einkommensbedingt zunehmenden Geldnachfrage den Euro stärken können, nicht jedoch der bloße Zahlungsstrom des Handelsbilanzsaldos.⁸

Die Wechselkurse kontraktfähiger Währungen, die auf dem internationalen Finanzmarkt gehandelt werden, sind grundsätzlich als Vermögenspreise zu betrachten. Demnach wird ge-

⁷ Darauf hat insbesondere Bliss (1986) hingewiesen.

⁸ Dieses Argument ist bei Existenz von Währungspräferenzen zu relativieren, da hier ein Saldo in der Leistungsbilanz die Angebots-Nachfrage-Relationen von Papieren dieser betreffenden Währung verändert und deshalb eine besondere Zinsmarge notwendig werden kann, damit ein Überschußangebot dieser Titel vom Markt aufgenommen wird. Die Größenordnungen von Handels- und Kapitalströmen sind auch dann zu untersuchen, wenn sich die Kapitalbilanz wie oben angedeutet nicht permanent in einem (i.w.S. zinsabhängigen) Bestandsgleichgewicht befindet. Vermögensaspekte würden jedoch auch bei einem allein durch Leistungsströme geprägten Devisenmarktgeschehen eine Rolle spielen, indem sich die "terms of payment" (Zeitpunkt und Stückelung der Zahlungen) spekulationsbedingt ändern können.

mäß der "Vorwärtslösung" der Zinsparitätsformel (1) auch der künftig erwartete Kurs vom danach erwarteten Pfad der Zinsdifferenzen abhängen. Für $T = 1$ gilt

$$(2) \quad E_t(e_{t+1}) = E_t \sum_{j=1}^{\infty} (r_{t+j}^A - r_{t+j})$$

Anhaltende Leistungsbilanzungleichgewichte beeinflussen die Kurserwartung indirekt: über die damit einhergehende Veränderung von Gläubiger-Schuldner-Relationen, die währungs-spezifische Risiken der Portfolios berühren, oder über die vermuteten zinspolitischen Reaktionen in den betroffenen Ländern.

Der Term $E_t(e_{t+T})$ in (1) bleibt damit kein gütermarktbestimmter Fixpunkt, sondern wird von den Marktakteuren fortlaufend revidiert, wobei Einschätzungen über den Kurs der Geldpolitik in beiden Ländern die entscheidende Rolle spielen. In einem sequentiellen Prozeß der Markt- und Politikbeurteilung wird der erwartete Pfad der künftigen Zinsdifferenzen geschätzt; der daraus resultierende Wert $E_t(e_{t+T})$ und die aktuelle Zinsdifferenz bestimmen dann den herrschenden Kassakurs. "At any point in time the exchange rate embodies the market's best guess about the entire future course of interest rates."⁹ Damit werden auch die beiden, heute allgemein als typisch angesehenen Muster der Wechselkursentwicklung¹⁰ verständlich:

- Selbst wenn die Zinspfade in den einzelnen Ländern eine serielle Korrelation aufweisen, so kann doch aus der in jeder Periode fortgeschriebenen Prognose der Zinsdifferenzen ein *Random Walk* des aktuellen Wechselkurses resultieren, bei dem der Kurs einem zufälligem Irrweg folgt (ε ist ein Störterm mit einem Erwartungswert von Null und einer konstanten endlichen Varianz):

$$(3) \quad e_{t+1} = e_t + \varepsilon_{t+1}$$

- Eine *anhaltende Kursänderung in eine Richtung* (ein Random Walk mit Drift) ergibt sich dagegen, wenn eine Mehrheit der Marktakteure in jeder Periode die Wahrscheinlichkeit einer (z.B. aus konjunkturellen Gründen) weiter anhaltenden Hochzinsphase in einem Land stets von neuem bestätigt. Trotz eines rechnerisch bestehenden Abwertungsrisikos zahlt sich dann eine Geldanlage im Hochzinsland aus, weil die erwartete Zinsdifferenz in einem sequentiellen Bewertungsprozeß in die Zukunft extrapoliert wird.

In einer solchen Konstellation ist das sog. "forward discount puzzle" besonders ausge-

⁹ Begg (1989: 29).

¹⁰ Diese "theorielosen" Entwicklungsmuster des Wechselkurses werden in der empirischen Forschung seit längerem als überlegen im Vergleich zu allen "strukturellen" Modellen angesehen, die auf Variablen der laufenden Periode (Preise, Zinsen, Geldmengen, Leistungsbilanzdefizite u.a.m.) abstellen; dies gilt zumindest für die kurze und mittlere Frist (vgl. Taylor 1995). Die Integration des Aspektes der "historischen Zeit" in die Zinsparitätentheorie erlaubt möglicherweise einen Brückenschlag zwischen der empirischen und der theoretischen Forschung. Ausführlicher hat der Autor dieses Thema an anderer Stelle behandelt (vgl. Spahn 2000).

prägt: Der bei dem ausländischen Zinsvorsprung bestehende Swapsatz zeigt eine bevorstehende Abwertung der Auslandswährung an, die sich aber faktisch immer weiter aufwertet. Jedoch sollte der Swapsatz nicht als Maß der Wechselkursereignisse, sondern in erster Linie als durch die "gedeckte" Zinsarbitrage bestimmte endogene Größe interpretiert werden. Generell ist der heutige Terminkurs deshalb ein schlechter "predictor" für den künftigen Kassakurs, weil er die zwischenzeitlichen Störungen und Erwartungsänderungen nicht erfassen kann; nur unter nicht-evolutorischen Bedingungen könnten beide Variablen zusammenfallen.¹¹

Relativ hohe Zinsen sind auch im Falle einer geldpolitisch kontrollierten Inflation zu erwarten; dies kann den Wechselkurs über den Kapitalverkehr stärken, wenn keine Befürchtung einer krisenhaften monetären Destabilisierung besteht. Entsprechend kann sich umgekehrt eine Währungsabwertung bei Geldwertstabilität ergeben, weil diese für sich genommen einem ausländischen Anleger direkt keinen Vorteil bringt. Damit wird verständlich, warum ökonomische Tests der Kaufkraftparität für mittlere Fristen häufig "verkehrte" Vorzeichen liefern.¹² Als "Faustformel" läßt sich festhalten, daß ein relativ starkes Nominalwachstum bei stabilitätsorientierter Geldpolitik eine Währungsaufwertung begründet, weil diese Konstellation relativ hohe Nominalzinsen erwarten läßt.

Niedrige Inflationsraten sind somit keine Versicherung gegen eine externe Währungsschwäche, weil die Kaufkraftparität, wenn überhaupt, allenfalls langfristig einen Anker für den Wechselkurs bietet. Damit wird ein Freiheitsgrad in einem System flexibler Kurse deutlich: Die Zinsparität als Gleichgewichtsbedingung des internationalen Vermögensmarktes bestimmt direkt nur die (erwartete) Veränderungsrate, nicht aber das Niveau des Wechselkurses. Das Devisenmarktgleichgewicht ist insoweit mit einer beliebigen Menge unterschiedlich hoher Kurse vereinbar. Wird die Annahme eines konstanten erwarteten Kurses e_0 in *Abbildung 1* aufgehoben, so sind B_1C_1 , B_2C_2 und B_3C_3 nur drei beliebige aus einer unendlichen Menge von Anpassungspfaden, die alle zu einer gegebenen Zinsdifferenz für eine bestimmte Dauer passen. Bei Zinsgleichheit gilt $e_t = E_t(e_{t+1})$: Jedes erwartete Kursniveau kann realisiert werden.¹³ Ein aus Sicht des Vermögensmarktes insoweit eindeutiges Gleichgewicht bringt dann für die Güter- und Arbeitsmärkte das Instabilitätsproblem multipler Gleichgewichte mit sich. Flexible Wechselkurse bedeuten zwar formal eine Autonomie der nationalen Geldpolitik, aber angesichts der Instabilität der Devisenmärkte besteht prinzipiell die Gefahr, daß ein "Irrweg" des Wechselkurses auch auf die absoluten Preise im Inland übergreift.

¹¹ Vgl. Froot/Thaler (1990), Gärtner (1990: 217).

¹² Vgl. Meese (1990).

¹³ "In a floating exchange rate environment, there are no commitments by the authorities to fix a particular exchange rate. This leads to the basic problem of indeterminacy. Economic agents' forecasts of the future exchange rate will be the driving force determining today's exchange rate" (De Grauwe 1996: 107f, vgl. 75, 106).

3. Inflation Targeting in der offenen Volkswirtschaft

Die EZB übernahm die Verantwortung für die europäische Geld- und Währungspolitik in einer Phase, in der die Sicherung der Geldwertstabilität praktisch kaum schwer fiel. Die schwache Konjunktur in Europa und die hohe Arbeitslosigkeit boten eine recht zuverlässige Versicherung gegen das Aufkommen von Inflationstendenzen. Zugleich galt diese Arbeitslosigkeit in erster Linie als strukturell bedingt, so daß die Notenbank unter vergleichsweise geringem öffentlichen Druck stand, ihre Politik stärker auf die Förderung der makroökonomischen Aktivität auszurichten. Unter anderen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, etwa in Zeiten eines akuten Konflikts zwischen hohem Beschäftigungsstand und steigenden Preisen, wäre es vermutlich zu härteren Debatten um die strategischen Grundlagen der europäischen Geldpolitik gekommen. Das geldpolitische Konzept der EZB ist im folgenden zum einen auf seine generelle Glaubwürdigkeit, zum anderen auf seine Fähigkeit zur Erfassung außenwirtschaftlicher Probleme zu überprüfen.

Die sog. "Zwei-Säulen-Strategie" stellt eine Art Kompromiß zwischen der potentialorientierten Geldmengenpolitik und dem modernen Konzept des Inflation Targeting dar. Die Geldmengenpolitik der Bundesbank beruhte nachfrageseitig auf dem keynesianischen Kassenhaltungsansatz bzw. der monetaristischen Geldnachfrage Theorie, nach der bei konstanten Präferenzen und Ertragsraten eine konstante Relation zwischen Geldhaltung und (Konsum-) Güternachfrage besteht. Damit ließ sich bei einem Anstieg von (z.B.) M3 eine Zunahme der Güternachfrage prognostizieren, die dann – dies bildet das angebotsseitige Element der Strategie – auf ihre quantitative Vereinbarkeit mit den Produktionsmöglichkeiten geprüft wurde. Die Transmissionsdauer von Geldmengenimpulsen bis zu Preisreaktionen betrug laut Schätzungen der Bundesbank ca. 20 Monate.¹⁴ Die aktuelle Geldmengenentwicklung fungierte somit einerseits als indirekte Steuergröße (kontrolliert durch die Notenbankzinsen) und als Indikator für das Endziel Preisniveaustabilität (d.h. war Grundlage der Inflationserwartung seitens der Notenbank).

Von diesem Ansatz unterscheidet sich das Konzept des Inflation Targeting¹⁵ dadurch, daß ein mehr oder weniger komplexes Makromodell an die Stelle der Geld-Güter-Relation tritt. Auch hier werden Wirkungsverzögerungen geldpolitischer Impulse berücksichtigt, darüber

¹⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank (1992). Dieser "time lag" wurde von Seiten der Bundesbank kaum systematisch begründet. Er wäre zwar leicht nachvollziehbar, wenn etwa die Kreditvergabe als bilanztechnischer Gegenposten der Geldmenge das eigentliche Scharnier zwischen dem geldpolitischen Instrumentarium und den Reaktionen der Makrovariablen bilden sollte. Da das Steuerungskonzept jedoch an der Geldmenge direkt ansetzt, wird der postulierte empirische Zusammenhang zwischen der "heutigen" Geldmengen- und der "morgigen" Preisentwicklung zu einem analytischen Problem, das die Bundesbank dann zu der fragwürdigen Annahme einer Zeitverzögerung in der Geldnachfrage zwingt, d.h. "der Vorstellung, daß künftige Inflationsgefahren sich schon frühzeitig in einem Anstieg der Kassenhaltung widerspiegeln" (Deutsche Bundesbank 1999: 53). Diese These einer ungleichgewichtigen, temporär unfreiwilligen, "vorlaufenden" (Transaktions-) Kassenhaltung ist aber angesichts der heutigen Entwicklung der Finanzmärkte wenig überzeugend.

¹⁵ Siehe dazu z.B. Bernanke/Mishkin (1997), Wagner (1999).

hinaus auch Lags zwischen endogenen Variablen sowie potentielle Störimpulse, die das Geschehen zu verschiedenen Zeitpunkten beeinflussen können. Zielgröße der Notenbank ist die Inflationserwartung, die sich auf die gemäß der Lagstruktur "erreichbare" künftige Periode bezieht. Weicht die berechnete Inflationserwartung von der Zielgröße ab, ändert die Notenbank ihren zinspolitischen Instrumenteneinsatz so, daß die erwartete Inflationsrate so rasch wie möglich oder gestreckt über mehrere Perioden wieder mit der Zielgröße übereinstimmt (die letztgenannte Alternative ist die Entscheidung zwischen einer schockartigen oder graduellen Stabilisierungsstrategie).

Es ist ein offenes Geheimnis, daß die Bundesbank in der Praxis keine konsequente Geldmengenstrategie betrieben hat; wenn die Geldmenge und andere inflationsrelevante Faktoren unterschiedliche Signale vermittelten, stützten sich ihre zinspolitischen Entscheidungen eher auf letztere.¹⁶ Die EZB hat nun die z.T. widersprüchliche, aber praktisch durchaus erfolgreiche Politik der Bundesbank gleichsam zum Programm erhoben. Die Zwei-Säulen-Strategie weist damit auf den ersten Blick – gemessen an den heutigen Standards der Theorie der Geldpolitik – einen zentralen Defekt auf: Sie basiert auf zwei alternativen (wenn auch nicht unbedingt gegensätzlichen) theoretischen Vorstellungen über den Transmissionsmechanismus, die unterschiedliche (und hier auch gegensätzliche) Anstöße für geldpolitische Kursänderungen vermitteln können. Da die Marktakteure nicht antizipieren können, welchen Signalen die Geldpolitik bei ihren Entscheidungen folgen wird, verletzt diese Strategie das moderne Gebot der Transparenz und grundsätzlichen Vorhersehbarkeit des Notenbankverhaltens.¹⁷

Es wird vermutet, daß mit der Beibehaltung der "Geldmengensäule" Vorbehalte in der deutschen Öffentlichkeit gegen das EWU-Projekt zerstreut werden sollten, indem so ein Anschluß an das symbolische Regelwerk der Bundesbankpolitik geschaffen wurde. Zugleich dient die (partielle) Bindung an ein "technisches", eher nur Fachexperten verständliches Zwischenziel als ein Schutzschild gegenüber Forderungen aus dem öffentlichen, politischen Raum; eine ausschließliche, explizite Bindung an ein Endziel wie Preisstabilität würde möglicherweise Forderungen provozieren, sich für andere Ziele der Wirtschaftspolitik zu engagieren, wenn die Preisstabilität – aus Sicht von Öffentlichkeit und Medien – als nicht gefährdet erscheint.¹⁸

Vor diesem Hintergrund läßt sich die Etablierung von *zwei* Systemen der Entscheidungsfindung vielleicht sogar als kluger strategischer Schachzug verstehen, der einer Notenbank gleichsam eine "Diskretionarität zweiten Grades" erlaubt, indem je nach Markt- und Problem-

¹⁶ Vgl. Bofinger u.a. (1996: 269ff), Bernanke/Mihov (1997).

¹⁷ Vgl. Sachverständigenrat (1999: Zf. 259ff), Svensson (1999). Allerdings wird die Geldmenge nicht mehr als Zwischenziel betrachtet (das bei Zielabweichungen im Prinzip zu zinspolitischen Reaktionen *zwingt*), sondern lediglich als Indikator. Der Geldmengen-Preis-Zusammenhang steht damit in einer Reihe mit anderen, lediglich komplexeren theoretischen Ansätzen, die zu Prognosezwecken genutzt werden. Die Redeweise von *zwei* qualitativ unterschiedlichen Säulen der Entscheidungsfindung ist somit übertrieben und konstruiert insoweit in unnötiger Weise mögliche Widersprüche innerhalb des geldpolitischen Konzepts.

¹⁸ Vgl. Svensson (1999), Issing (1998).

lage die Informationsbasis des einen oder anderen Ansatzes höher bewertet wird, wofür sich ex ante stets sachkundige Argumente anführen lassen. Die Notenbank behält so einen Aktionsspielraum, indem sie die inhaltlichen Regeln des Entscheidungsprozesses definiert, ohne daß ihr Handeln als diskretionär i.S. von beliebig kritisiert werden kann. Für die EZB ist der Fall gegenläufiger Signale aus beiden Informationssystemen denn auch kein Schwachpunkt der Zwei-Säulen-Strategie, sondern umgekehrt eine "Quelle der Erkenntnis"; eine "robuste" Geldpolitik bei Unsicherheit verlange die Nutzung aller, auch widersprüchlicher Informationen und Interpretationen.¹⁹

Es bleibt jedoch das Defizit eines so sehr auf Rechtfertigung bedachten Konzepts, daß in bezug auf das außenwirtschaftliche Gleichgewicht offenbar keine systematischen Normen jenseits der prinzipiellen Vorgabe flexibler Wechselkurse vorgesehen sind. Die "Geldmengensäule" bietet bei Auslandsstörungen kaum eine Entscheidungshilfe. Importpreissteigerungen etwa müßten bei unveränderten monetären Rahmenbedingungen ohne Konsequenz für das allgemeine Preisniveau bleiben, weil andere relative Preise nachzugeben hätten. Eine differenzierte, über den simplen Geldmengen-Inflations-Zusammenhang hinausgehende, modelltheoretische und empirische Analyse ist notwendig, um die Effekte von unterschiedlichen Auslandsstörungen beurteilen zu können. Es bietet sich in diesem Zusammenhang ein Rückgriff auf den modelltheoretischen Ansatz des Inflation Targeting an (ohne zu unterstellen, daß die EZB in ihrer Entscheidungsfindung explizit einem solchen Ansatz folgt).

Das folgende Gleichungssystem stellt einen in diesem Konzept üblichen Analyserahmen dar, der hier für die offene Volkswirtschaft erweitert wird.²⁰ Die Zinspolitik wirkt unmittelbar auf den Wechselkurs, mit einer Periode Verzögerung auf Nachfrage und Produktion, und mit zwei Perioden Verzögerung auf die Inflation. Gleichung (4) beschreibt die Güternachfrage. Persistenz und Dynamik werden dadurch angedeutet, daß die Nachfrage vom Niveau der Vorperiode sowie wirkungsverzögert vom Realzins und dem realen Wechselkurs abhängt. Zur Vereinfachung wird im Modell nur ein einziger Zinssatz betrachtet, etwa ein Dreimonatssatz, der durch die Geldpolitik hinreichend genau gesteuert werden kann und zugleich eine maßgebliche Determinante der Konjunktur ist.

$$(4) \quad y_{t+1} = \varphi y_t - \beta \left[r_t - (p_{t+1}^e - p_t) \right] + \eta (e_t - p_t + p_t^A) + \lambda y_t^A + \varepsilon_{t+1}^d$$

Die Angebotsseite in (5) entspricht praktisch einer Phillips-Kurve mit adaptiven Erwartungen, wobei (vermittelt über Lohnverhalten und Mark-up-Preisbildung) nach Maßgabe des Anteils $\theta < 1$ der Importe am Konsumentenwarenkorb Veränderungen des Wechselkurses und der

¹⁹ Europäische Zentralbank (2000a). Cukierman (1992: 158, 214, 221) argumentiert, daß "policy ambiguity" und "noisy control procedures" durchaus bessere Resultate versprechen als etwa schematische Geldmengenregeln.

²⁰ Bis auf die Zinssätze sind alle makroökonomischen Variablen als Logarithmen notiert. Griechische Buchstaben symbolisieren konstante Koeffizienten bzw. Elastizitäten. Ein hochgestelltes e markiert eine Erwartungsgröße. Die ε -Terme repräsentieren Störungen auf den jeweiligen Märkten.

Auslandspreise auf die inländische Inflation durchschlagen. Der Auslastungsgrad auf Güter- und Arbeitsmärkten (y^* steht für den Vollbeschäftigungsoutput) beeinflusst die Inflation ebenfalls mit einer Wirkungsverzögerung.

$$(5) \quad \dot{p}_{t+1} = p_{t+1} - p_t = (1 - \theta)(p_t - p_{t-1}) + \theta(e_t - e_{t-1} + p_t^A - p_{t-1}^A) + \alpha(y_t - y^*) + \varepsilon_{t+1}^s$$

In der Geldmarktgleichung (6) hängt die nominale Geldmenge endogen von den Kassenhaltungsmotiven und der Zinspolitik ab. Sie ist damit lediglich eine "mitlaufende" Variable des Geschehens, da Output und Preisniveau, die die aktuelle Geldnachfrage bestimmen, Funktionen der Zinsen in den Vorperioden sind.

$$(6) \quad m_t = p_t + y_t - \sigma r_t + \varepsilon_t^m$$

Auf dem Devisenmarkt wird schließlich der Wechselkurs nach (7) durch die Erwartungen und die Zinspolitik bestimmt.²¹

$$(7) \quad e_t = e_{t+1}^e + r_t^A - r_t + \varepsilon_t^f$$

Das System läßt sich auf eine Bestimmungsgleichung für die erwartete Inflationsrate in der Periode $t+2$ reduzieren, die von der heutigen Zinspolitik "erreicht" werden kann.

$$(8) \quad \begin{aligned} \dot{p}_{t+2}^e &= \alpha(\alpha\beta + 2 - \theta)(y_t - y^*) - \alpha(1 - \varphi)y_t + \alpha\lambda y_t^A + \alpha\eta(p_t^A - p_t) \\ &+ (1 - \theta)(\alpha\beta + 1 - \theta)\dot{p}_t + \theta(\alpha\beta + 1 - \theta)(\dot{p}_t^A + \dot{e}_t) \\ &- [\alpha(\beta + \eta) - \theta]r_t + (\alpha\eta - \theta)(r_t^A + \varepsilon_t^f) + \alpha\eta e_{t+1}^e + \theta\dot{p}_{t+1}^{A,e} \end{aligned}$$

Bezeichnet man mit \dot{p}^* die Zielinflationsrate und mit δ einen Diskontierungsfaktor, so ist die zu minimierende Verlustfunktion der Notenbank:

$$(9) \quad L = \frac{\delta^2}{2} (\dot{p}_{t+2}^e - \dot{p}^*)^2$$

Dabei werden explizit keine Outputziele berücksichtigt (allerdings ist der Output-Gap ein Faktor der Inflationserwartung). Es läßt sich dann eine Reaktionsfunktion für die Zinspolitik ableiten, die L minimiert. Die folgende Tabelle zeigt der Übersichtlichkeit halber nur die

²¹ Diese Aussage ist bei einer Unterscheidung zwischen kurz- und langfristigen Zinsen entsprechend den Ausführungen in *Abschnitt 2* zu relativieren. Die Gleichung der Zinsparität kann durch eine Liquiditäts- oder Risikoprämie zugunsten bzw. zulasten einer Währung modifiziert werden. Damit werden nicht-pekuniäre Ertragsэлеmente der Haltung von Assets einer bestimmten Währung erfaßt. Im Vergleich zwischen nicht-kontraktfähigen und international anerkannten Währungen ist eine solche Setzung sinnvoll. Weniger klar ist hingegen, ob gegenwärtig dem Dollar *à priori* gegenüber dem Euro eine Liquiditätsprämie zugeordnet werden kann (so bei Riese 2000). Dies kann erst das Ergebnis einer Analyse struktureller und qualitativer Faktoren sein, wobei u.a. Eigenschaften der jeweiligen Finanzmärkte, Fragen der güterwirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit, die stabilitätspolitische "performance" und die Entwicklung der Gläubiger-Schuldner-Relationen zu evaluieren sind.

Vorzeichen der optimalen Zinsreaktion bei Veränderungen der verschiedenen Variablen (Zeichen in Klammern gelten bei kleinen θ -Werten):

Tabelle: Reaktionsfunktion der Zentralbank

$y_t - y^*$	y_t	y_t^A	$\dot{p}_t - \dot{p}^*$	\dot{p}_t	$\dot{p}_t^A + \dot{e}_t$	$\dot{p}_{t+1}^{A,e}$	$p_t^A - p_t + e_{t+1}^e$	$r_t^A + \varepsilon_t^f$
+	-	+	+	(+)	+	+	+	(+)

Die meisten Variablen in (8) stellen für die Geldpolitik gegebene Zustandsgrößen dar, die selbst nicht (mehr) beeinflußt werden können. Ihr Effekt auf die erwartete Inflationsrate wird durch Variationen des Zinssatzes zu neutralisieren versucht.²² Die tatsächliche Inflationsrate in $t+2$ weicht (selbst bei Konstanz der Verhaltensparameter im Modell) infolge von Erwartungsirrtümern und unvorhergesehen auftretenden Schocks von der Zielgröße ab:

$$(10) \quad \dot{p}_{t+2} = \dot{p}^* + \theta (\dot{p}_{t+1}^A - \dot{p}_{t+1}^{A,e} + e_{t+1} - e_{t+1}^e) + (1 - \theta) \varepsilon_{t+1}^s + \varepsilon_{t+2}^s + \alpha \varepsilon_{t+1}^d$$

Der Modellaufbau zeigt, daß die Geldmenge allenfalls eine Indikator-, jedoch keine Steuerungsfunktion im Transmissionsprozeß ausübt. Die reichhaltigen Informationen in (8) unterstreichen die These, daß eine Geldmengensteuerung als – ineffizienter – Grenzfall des Inflation Targeting angesehen werden kann, weil eben praktisch nur die Geldmenge als Prognosefaktor verwendet wird.²³

4. Das Dilemma der EZB

Im Gegensatz zum eingangs dieser Arbeit zitierten Statement der EZB erleichtert die Grundentscheidung zugunsten flexibler Wechselkurse nicht unbedingt die interne Stabilisierungspolitik. Die obige Tabelle der Reaktionsfunktion zeigt, daß es im allgemeinen durchaus Gründe gibt, auf Veränderungen ausländischer Makrovariablen mit Zinserhöhungen zu reagieren, wenn die künftige Geldwertstabilität im Inland verteidigt werden soll. Eine zinspolitische Reaktion ist prinzipiell sowohl bei einer aktuellen wie bei einer erwarteten Abwertung der Inlandswährung geboten. Dabei werden Bewegungen des aktuellen Wechselkurses gemäß (7) in der Reaktionsfunktion durch r_t^A und e_{t+1}^e erfaßt. Die EZB "beobachtet" nicht nur den Wechselkurs als eine für die europäische Preisentwicklung relevante Größe²⁴, sondern bestimmt

²² Die Reaktion des Zinssatzes auf die laufende Inflationsrate ist im Modell nicht generell größer als Eins. Eine stabilisierende Bewegung des Realzinses ist damit nicht zwingend. Clarida u.a. (1999) fordern dies jedoch als ein Kriterium für "gute" Geldpolitik, die in den USA allerdings erst in der Nach-Volcker-Ära betrieben wurde; ein umfassender Ländervergleich zu diesem Punkt findet sich in Spahn (1999).

²³ Vgl. Haldane (1998), Svensson (1999).

²⁴ "In Übereinstimmung mit seinem vorrangigen Ziel, Preisstabilität zu gewährleisten, verfolgt das

ihn mit durch ihre eigene Zinspolitik.

Dabei ist zu beachten, daß eine aufgrund einer laufenden oder erwarteten Abwertung betriebene Zinsrestriktion keineswegs die "typische" Konstellation der Zinsparität reproduziert, in der eine Zinsdifferenz die Folge einer Abwertungserwartung ist. Denn ein bei einem amerikanischen Zinsvorsprung aufwertungsverdächtiger Euro bedarf einer internen *Zinserhöhung*, wenn eine aktuelle Abwertungstendenz die Geldwertstabilität gefährdet. Auf der anderen Seite verringert ein aktuell starker Dollar für sich genommen den binnenwirtschaftlichen Stabilisierungsbedarf, da der Güterpreisanstieg aufwertungsbedingt gebremst wird, so daß der US-Zinsanstieg *geringer* ausfallen kann. Die Zinsdifferenz entwickelt sich insoweit gegenläufig zur mittelfristigen Kurserwartung.

Eine andere Frage ist die konkrete Bewertung der Inflationsgefahren. Bei Wechselkursbedingten Preissteigerungen ist erstens die relativ geringe Handelsverflechtung zu berücksichtigen; zweitens werden sie von selbst gebremst oder sogar revidiert, da niemand einen bodenlosen Verfall des Euros befürchtet. Die EZB schrieb selbst mehrfach, daß der Anstieg der Teuerungsrate in erster Linie auf Wechselkurs- und Ölpreisentwicklungen zurückging.²⁵ Im übrigen ist auf Faktoren zu verweisen, die im Rahmen des Inflation-Targeting-Modells sogar Zinssenkungen erlaubt hätten: die stabil unter 1 % liegende Kerninflationsrate bei den Industrieerzeugnissen (*Abbildung 2*) und der zumindest anfangs negative Output-Gap (d.h. Unterlastung und hohe Arbeitslosigkeit).

Allerdings ist die EZB im Hinblick auf eine Quantifizierung von Output-Gaps außerordentlich zurückhaltend und scheint die Arbeitslosigkeit grundsätzlich als strukturell zu betrachten. Während der erste Punkt angesichts der besonderen Probleme der Schätzung des europäischen Produktionspotentials verständlich sein mag, erscheint das zweite Argument wenig überzeugend – und zwar gerade wegen der Verringerung der Arbeitslosenquote in den vergangenen Jahren. Wenig spricht dafür, daß diese Verringerung in erster Linie auf Struktur-reformen am Arbeitsmarkt zurückzuführen ist. Wenn sie aber eine Folge des gestiegenen Wachstums war, so muß entweder in der Ausgangssituation doch konjunkturelle Unterbeschäftigung vorgeherrscht haben oder der "strukturelle" Charakter dieser Unterbeschäftigung ist so vage, daß sie in einem Wirtschaftsaufschwung (und damit auch mittels Nachfragepolitik) abgebaut werden kann.

Die US-Notenbank betreibt seit zwei Dekaden eine auf Inflations- und Beschäftigungsprobleme reagierende Politik, nimmt dabei auch zeitweilig scharfe Dollar-Abwertungen gelassen hin, demonstriert ihre Souveränität dadurch, daß sie sich *nicht* um den Wechselkurs kümmert, und erzielt dabei langfristig gute Resultate im Hinblick auf Geldwert *und* Beschäftigung. Dies ist auch darauf zurückzuführen, daß die durch die NAIRU "gegebene" Angebotsbeschränkung

Eurosystem kein Wechselkursziel. Gleichzeitig ist der Euro-Wechselkurs jedoch eine der Variablen, die die zweite Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems bilden. In dieser Eigenschaft wird der Euro-Wechselkurs im Zusammenhang mit der Vorbereitung geldpolitischer Entscheidungen beobachtet" (Europäische Zentralbank 1999b: 48).

²⁵ Vgl. zuletzt Europäische Zentralbank (2000b: 30).

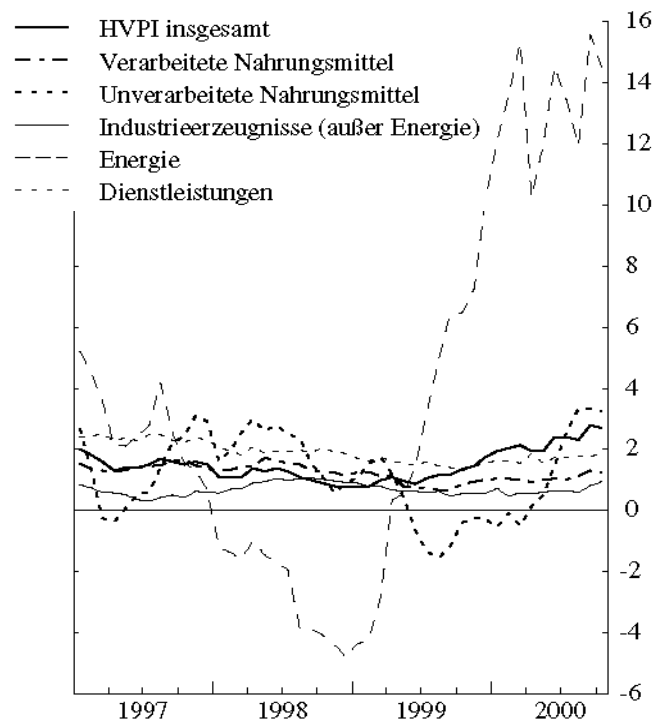


Abbildung 2: Komponenten der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet
(reproduziert aus Europäische Zentralbank 2000b: 33)

flexibler interpretiert wird²⁶ und im übrigen – wie der anhaltende Importüberschuß zeigt – keine Vorbehalte gegenüber einer Inanspruchnahme des ausländischen Produktionspotentials bestehen.

Die EZB wirkt demgegenüber wie eine Musterschülerin, die alles richtig machen will: Jedes Risiko im Hinblick auf eine Überbeanspruchung der inländischen Ressourcen soll vermieden werden, mit der Orientierung am inländischen Produktionspotential wird ein implizites Handelsbilanzziel verfolgt, das eine variable Bedienung der inländischen Nachfrage durch ein Angebot aus ausländischer Produktion dem Grundsatz nach ausschließt; die geldpolitische Strategie wird in der Öffentlichkeit auf *zwei* "Säulen" gestützt (obwohl eine genügt hätte); und zuletzt wurde der Eindruck erweckt, als ließe man sich zu allem Überfluß auch noch ein Wechselkursziel anhängen:

- Im Sommer 1999 konnte sich der Euro nach zwei *amerikanischen* Zinserhöhungen bei konstant niedrigem Euro-Zins zeitweilig stabilisieren (Abbildung 3). Diese Zinsschritte stärkten nicht den Dollar, sondern den Euro, weil sie im Markt die Einschätzung begünstigten, daß sich nun die amerikanische Wachstumsdynamik abschwächen werde; zugleich gab es deutlichere Anzeichen einer Stärkung der europäischen Konjunktur. Die nachfolgende Euro-Zinserhöhung machte jedoch deutlich, daß die EZB nicht gewillt war, einen mit Inflationsrisiken

²⁶ Die Ressourcenausstattung einer Ökonomie ist mittelfristig auch eine Funktion des Auslastungsgrades. Damit erhält die monetäre Nachfrageentwicklung einen Einfluß auf den angebotsseitigen Wachstumsspielraum, was eine Nicht-Neutralität der Geldpolitik impliziert (vgl. dazu die Kontroverse in Solow/Taylor 1998).

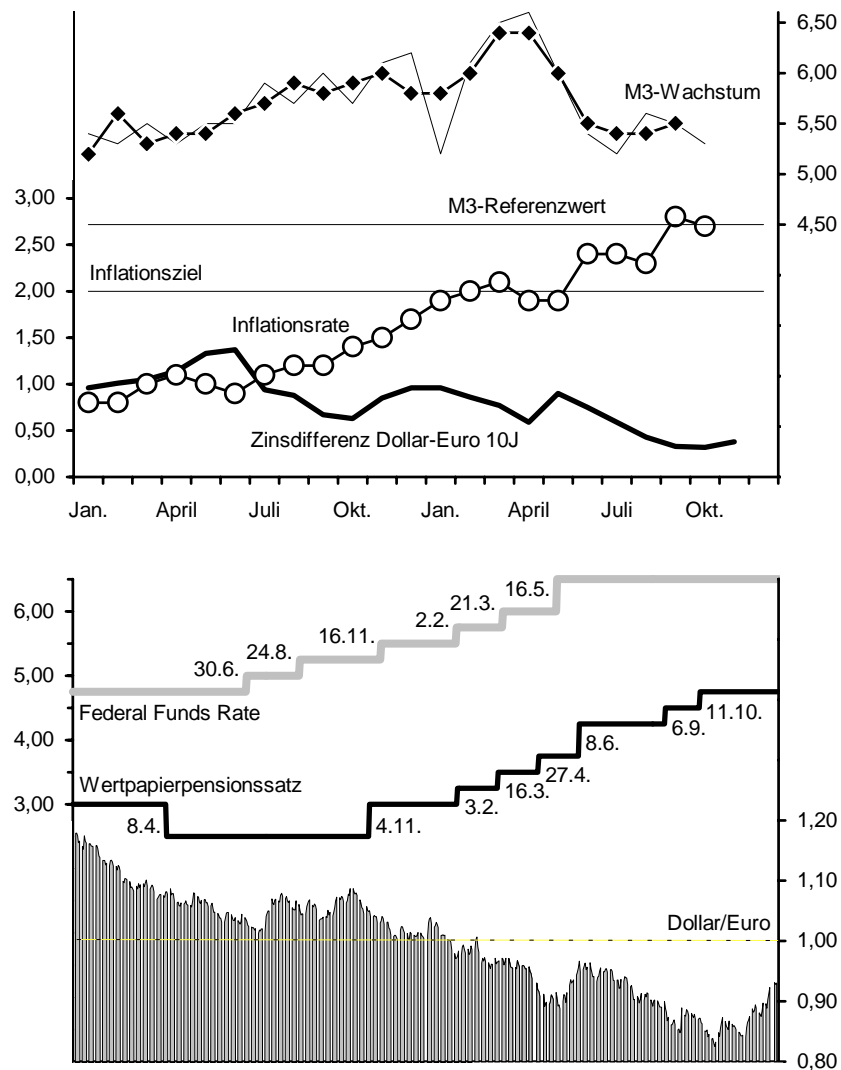


Abbildung 3: Geldmengenwachstum, Inflation, Zinsentwicklung
und Dollar-Euro-Kurs, Jan. 1999 - Dez. 2000
(Datenquelle: Europäische Zentralbank)

verbundenen Boom zu tolerieren, wodurch der Euro wieder auf Talfahrt geschickt wurde.

- Als der Euro im Januar 2000 erstmals unter die magische Marke von 1 Dollar fiel, wurde in einer Art Panikreaktion die nächste amerikanische Zinserhöhung unmittelbar nachvollzogen, ein anfängerhafter (später sorgsam vermiedener) Fehler, mit dem die EZB den Finanzmärkten ungewollt den Beitritt in die Dollar-Zone signalisierte. Damit drohte die europäische Geldpolitik, ihre Unabhängigkeit nach außen zu verlieren, weil somit bei jedem ausländischen Zins-schritt auf eine entsprechende Antwort der EZB spekuliert würde.
- Erst ab Juni 2000, kurz nach einer deutlichen Erhöhung der Federal Funds Rate, konnte sich der Euro vorübergehend wieder fangen, setzte aber dann nach der ebenso kräftigen Zinserhöhung seitens der EZB seinen Abstieg fort. Die hektischen Zinserhöhungen im Herbst (begleitet von einigen zumeist halbherzigen Interventionen) konnten das Ziel einer Währungsstabilisierung nicht erreichen, haben vielleicht sogar kontraproduktiv gewirkt. Am Jahresende 2000

aber waren schließlich die Zeichen einer Wachstumsabschwächung in den USA unübersehbar geworden. Der Euro konnte sich erholen, da der Dollar an Attraktivität eingebüßt hatte.

Das Dilemma der EZB bestand darin, daß sie glaubte, mit einer zunehmend restriktiven Zinspolitik – neben den Befürchtungen im Hinblick auf den internen Geldwert – auch ein Zeichen gegen den zunehmenden Verfall des Euro-Außenwertes setzen zu müssen, obwohl eben diese Zinspolitik kurzfristig fast wirkungslos war und langfristig über den indirekten, bremsenden Effekt auf die künftige konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsraum die Aufwertungserwartungen für den Euro eher schwächte. Nur eine *vom Markt* hervorgerufene Zinssteigerung am langen Ende des Kapitalmarktes hätte den Euro wirksamer stärken können. Solange die Marktbeobachter jedoch bei einer stabilen US-Hochkonjunktur und einer auf Kontrolle bedachten amerikanischen Geldpolitik ihre Erwartung hoher bzw. steigender US-Zinsen (trotz bzw. gerade wegen eines permanenten Inflationsvorsprungs der USA) stets weiter fortschrieben, blieb die europäische Zinspolitik ohne maßgebliche Wirkung auf den Wechselkurs. Eine noch stärkere Anhebung des Pensionssatzes hätte die europäische Konjunktur weiter geschwächt, die langfristigen Zinsen hätten über den Einkommenseffekt der Geldnachfrage nachgegeben, was die Abwertung des Euros noch forciert hätte. Die EZB konnte eine zur Stützung des Euros notwendige *konjunkturell* begründete Hochzinsphase nicht erzeugen.²⁷

5. Der lange Schatten der Bundesbank

Es stellt sich die Frage, warum sich die EZB in dieses Dilemma begeben hat. Denn als bloße Reaktion auf primär kostendruckbedingte Preissteigerungen, die nicht auf einem allgemeinen Lohndruck beruhten und als temporär diagnostizierbar waren, läßt sich die Phase der Euro-Zinssteigerungen kaum allein begründen. Naheliegend ist die Vermutung, daß sich die neu geschaffene Notenbank an der Devisenmarktfrent von einem Problem überrascht sah, das im Rahmen quantitätstheoretischen Denkens kaum zu erwarten war (noch bevor die Inflationsrate im Juli 1999 über 1 % stieg, hatte der Euro schon knapp 15 % an Wert verloren), und sich angesichts des hohen Erwartungsdrucks und eines noch bestehenden Reputationsdefizits keine Blöße geben wollte. Es ist nachvollziehbar, daß die EZB nicht das Selbstbewußtsein und die Nervenstärke hatte, eine für sie vielleicht unerklärbare – aber eigentlich auch nicht relevante – Währungsschwäche mit der für eine außenwirtschaftlich autonome Bank angemessenen Haltung eines "benign neglect" durchzustehen. Wie hätte man dies einer ohnehin kriti-

²⁷ Die EZB hat dieses Dilemma selbst m.W. nicht thematisiert, obwohl sie mit ihrer Erklärung der Euro-Stabilisierung am Jahresende 2000 die in diesem Beitrag favorisierte Sichtweise zu den Wechselkursdeterminanten eher wie selbstverständlich referiert: "Seit Ende November lösten neue Anzeichen für eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten von Amerika Kursverluste des US-Dollars gegenüber dem Euro aus. [...] Gegenüber dem US-Dollar erholte sich der Euro im Zuge der Bekanntgabe von Zahlen, die eine Abschwächung des langjährigen Aufschwungs in den USA anzeigten und somit auf eine Verringerung des Wachstumsunterschieds zwischen den beiden Wirtschaftsräumen hindeuteten" (Europäische Zentralbank 2000b: 65).

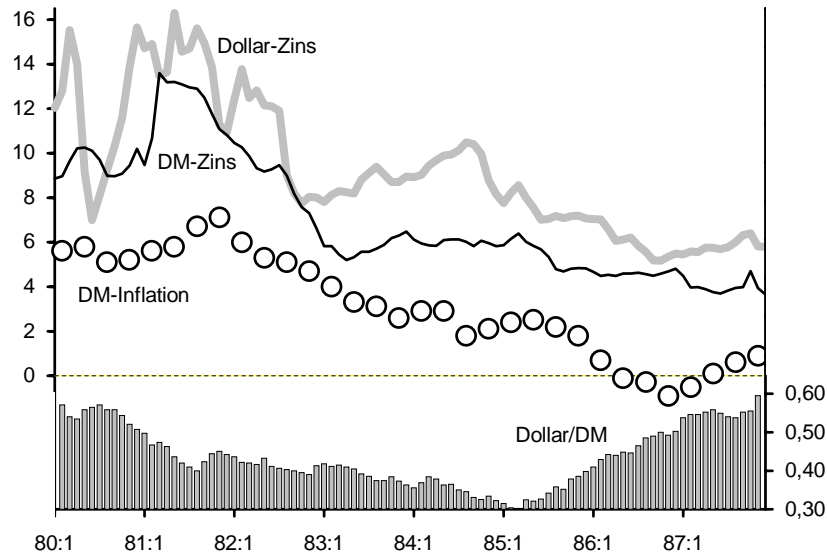


Abbildung 4: Dreimonatszinsen, Inflation und Dollar-DM-Kurs
(Datenquelle: OECD, Bundesbank)

schen Öffentlichkeit vermitteln sollen?

Die zuweilen als übervorsichtig beurteilte Reaktion auf Inflationsgefahren erinnert an die Politik der Bundesbank, die aufgrund der prekären Position der D-Mark als sekundäre Anlagengewährung und des hohen Offenheitsgrades der deutschen Volkswirtschaft ohne Zweifel von externer Währungsstabilität abhängig war. Eine Parallele zu der oben geschilderten Episode war die Phase der Dollar-Aufwertung in den 80er Jahren. Auch damals ging ein an der Inflationsrate gemessener Stabilitätsvorsprung der D-Mark mit einer anhaltenden Abwertung einher, und auch damals war nicht das tendenziell überschießende Geldmengenwachstum, sondern die fortgesetzte DM-Schwäche das entscheidende Argument für die Ankoppelung an die seit Jahresende 1982 wieder steigenden Dollar-Zinsen, obwohl die Inflationsrate sogar kontinuierlich zurückging (*Abbildung 4*).

Die in der Schilderung des Sachverständigenrates anklingende These eines direkten Zinsverbundes²⁸ liefert eher eine Erklärung für den endogenen Charakter der Geldmengenauswei-

²⁸ "Die Bundesbank hatte sich für das Jahr 1983 vorgenommen, durch eine mäßig expansive Politik die konjunkturelle Belebung zu unterstützen, die sich um die Jahreswende abzeichnete. Bis zum Frühjahr räumte sie der Zinssenkung am Geldmarkt Vorrang ein. Das Überschreiten der Zielvorstellung für die Zentralbankgeldmenge, das damit verbunden war, nahm sie in Kauf. Die außenwirtschaftlichen Grenzen dieser Politik erwiesen sich freilich als eng. Die erwünschte Höherbewertung der D-Mark gegenüber dem Dollar blieb erneut aus; statt dessen ist hier ein weiterer kräftiger Wertverlust eingetreten. Noch immer hohe und zeitweise wieder steigende Zinsen in den Vereinigten Staaten trugen zu weiteren umfangreichen Abflüssen langfristigen Kapitals aus der Bundesrepublik bei. Der Versuch der Bundesbank, auf ein weiteres Sinken der Zinsen für Bankkredite und am Kapitalmarkt hinzuwirken, konnte unter diesen Bedingungen nicht erfolgreich sein. Die Zinssenkung im Inland geriet schon im Frühjahr ins Stocken und wurde vorübergehend wieder von einem Zinsanstieg abgelöst, obwohl von der aktuellen Preisentwicklung her ein weiterer Rückgang angelegt war. Ein Fortgang der Zinssenkung in der Bundesrepublik hätte eine noch weitergehende Abkopplung von ausländischen Zinsen bedeutet. Auf kurze Sicht kann die Geldpolitik hierzu keinen verlässlichen Beitrag leisten und auf längere Sicht zumindest eine expansive nicht" (Sachverständigenrat 1983: Zf. 192).

tung im Abwertungsprozeß: Zwar bewirkt bei einer Zinssteigerung im Ausland ein Geldabzug am heimischen Kapitalmarkt dort ebenfalls unmittelbar eine Zinserhöhung. Die abgezogenen liquiden Mittel verlassen jedoch nicht den inländischen Geldkreislauf, sondern erzeugen über die Währungsabwertung steigende Nettoexporte und fließen als Einkommenszahlungen an inländische Akteure zurück. Der induzierten Handelsbilanzaktivierung entspricht im Gleichgewicht eine zusätzliche Ersparnis (bei Haushalten oder Unternehmen), die zu einer Wiederanlage von Finanzmitteln am heimischen Kapitalmarkt führt. Nur eine Aufstockung der Geldhaltung bremst die vollständige Korrektur des primären Zinseffektes. Da Notenbanken i.d.R. aber nicht die Geldmenge, sondern den (kurzfristigen) Zins fixieren, erzeugt auch die einkommensbedingt steigende Geldnachfrage nicht notwendigerweise eine Zinssteigerung. Die inländische Zinsentwicklung (vor allem am kurzen Ende des Marktes) ist deshalb bei flexiblen Kursen letztlich ein Resultat der Geldpolitik.

Die Weigerung der Bundesbank, ein Vermögensmarktgleichgewicht über einen von den Marktkräften bestimmten Wechselkurs anzustreben, ließ zwei Interpretationen zu:

- Ein Vertrauensverlust auf Seiten der Halter von DM-Forderungen drohte über den Kapitalverkehr eine Abwertungs-Inflations-Spirale anzutreiben, insbesondere bei einer auf Reallohnsicherung bedachten Lohnpolitik.
- Das vertrauensschädliche Signal einer geldpolitisch ungebremsten DM-Abwertung sollte (wie schon 1981) aber auch generell vermieden werden. Diese finanzmarktorientierte Selbstbindung der Notenbank, bei der die Bereitschaft des Auslands zur Vermögensbildung in DM-Titeln zum Maßstab für die Geldpolitik wird, galt für die Bundesbank naheliegenderweise in besonderem Maße für die Phase eines Leistungsbilanzdefizits, wurde aber später auch als allgemeine Maxime formuliert.²⁹

Die Kontinuität der Bundesbankpolitik zeigt sich deutlich beim ersten Punkt. Die von der Euro-Abwertung ausgehenden Inflationsgefahren wurden von der EZB offenbar hoch bewertet. Dies ist deshalb überraschend, weil der im Vergleich zur Bundesrepublik relativ geschlossene europäische Währungsraum eigentlich eine größere Gelassenheit bei wechselkursbedingtem Kostendruck erlauben sollte. Im Vergleich zu den USA sind jedoch die Außenhandelsanteile im Euro-Währungsgebiet etwas höher. Zugleich ist auch die Reallohnrigidität höher.³⁰ Dies bedeutet, daß – erfaßt durch den Parameter θ in Gleichung (5) – abwertungsbedingte Preissteigerungen angebotsseitig direkter auf die inländische Inflation durchschlagen, als dies

²⁹ Die Bundesbank verfolgt "eine Geldpolitik, die das Vertrauen in die D-Mark stärkt und sie für ausländische Anleger attraktiv hält. Die internationale Bedeutung der D-Mark ist zu einem wichtigen Datum für die Geldpolitik geworden. Die Geldpolitik muß vertrauensbildend und vertrauenserhaltend sein, wenn Gefährdungen aus dieser internationalen Rolle unserer Währung vermieden werden sollen. Die Geschichte des Pfund Sterling und sogar des Dollar bieten Beispiele für solche Gefährdungen. [...] Der außenwirtschaftliche Zwang zu einer solchen Geldpolitik kann durchaus heilsam sein. Er erlaubt keine stabilitätsgefährdenden Experimente" (Gleske 1986: 2, vgl. Deutsche Bundesbank 1981: 58).

³⁰ Vgl. Nickel (1997), Obstfeld (1997). Man beachte, daß eine monierte Reallohnrigidität bei exogenen Preisschocks flexible Nominallöhne impliziert, eine Systemeigenschaft, die sich im Zuge der allseits geforderten Flexibilisierung der Arbeitsmärkte prinzipiell verstärken dürfte.

in den USA der Fall ist. Auch war zu berücksichtigen, daß die Ölpreissteigerung aufgrund der kurzfristigen unelastischen Nachfragereaktion zu unvermeidlichen Preiseffekten führen mußte.

Dennoch gehört das Durchwirkenlassen von nicht-lohnbedingten Angebotsschocks eigentlich zu den Grundprinzipien einer effizienten Geldpolitik: zum einen aus allokativen Gründen, zum anderen deshalb, weil der Preisauftrieb makroökonomisch nicht an der Stelle bekämpft wird, wo er verursacht wird; Voraussetzung der Geltung dieses Grundprinzips ist allerdings, daß keine unmittelbare Gefahr der Auslösung einer allgemeinen Lohninflation besteht.³¹ Die letztgenannte Bedingung war 1999/2000 – im Gegensatz zu den Phasen der ersten und zweiten Ölkrise – wohl erfüllt. Die angebotsseitigen Inflationsgefahren waren somit kalkulierbar und erzwangen auch angesichts der noch moderaten konjunkturellen Dynamik keine fortgesetzten Zinserhöhungen. Die EZB scheint aber nicht davon auszugehen, daß der Übergang zur EWU einen Wandel im Hinblick auf die strukturelle "Inflationsanfälligkeit" der europäischen Güter- und Arbeitsmärkte bewirkt hat.

In bezug auf den zweiten Punkt ist zu prüfen, ob die neue Konstellation einer Konkurrenz der Anlagewährungen Dollar und Euro die EZB nicht auch unabhängig von internen Inflationsgefahren zu einer Politik der Wechselkursstabilisierung zwingt. Bei aktuellen oder erwarteten Kursänderungen übt eine Umstrukturierung von Vermögensportfolios wegen der befürchteten Kapitalverluste bzw. erhofften Kapitalgewinne bei quantitativ großen Bestandsanpassungen eine erhebliche Hebelwirkung auf den Wechselkurs aus, die die anfängliche Portfolioentscheidung bestätigt und zu starken Wechselkursausschlägen führen kann. Die USA haben in der Vergangenheit vorzugsweise eine Politik des "benign neglect" im Hinblick auf den Dollar-Kurs betrieben, weil sie als währungspolitisch starkes Land und marktführende "Bank" ihren Anlegern stets nur eine im Dollar-Standard gemessene Wertsicherheit von Finanzanlagen versprechen mußten.

Der Euro hatte das Pech, in einer Niedrigzinsphase in diese Konkurrenz zu starten, mit der Folge, daß die von manchen Beobachtern erwartete massive sofortige Abwendung vom Dollar ausblieb. Die auf Risikominimierung ausgerichtete Diversifikation der Portfolios ist auch uneindeutig, weil sich der Euro (aufgrund seines größeren Finanzmarktes) für Drittländer zwar mehr als die D-Mark als alternative Anlagewährung anbietet, zugleich aber Akteure innerhalb der EWU, die bislang die D-Mark neben ihrer nationalen Währung gehalten hatten, nun außereuropäische Anlagen suchen. Breite und Tiefe des Euro-Kapitalmarktes sind zwar noch begrenzt³², jedoch ist absehbar, daß der Euro schon mit Blick auf sein osteuropäisches "Hinterland" zu einer großen Transaktions- und Anlagewährung wird. Ein "newcomer" auf dem Markt könnte nun vielleicht versuchen, zumindest in der Einstiegsphase den Erwerb

³¹ Vgl. Landmann (1984: 195ff).

³² Da ein Großteil des europäischen Kapitalverkehrs nun innerhalb der Grenzen der Euro-Finanzmärkte bleibt, hat sich in der EWU – im Vergleich zu den letzten Jahren in der Bundesrepublik – das Bruttovolumen der grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen nur etwa verdoppelt. Zur internationalen Rolle des Euro siehe Bergsten (1997), Fratianni/Hauskrecht (1998), Portes/Rey (1998), Europäische Zentralbank (1999b), Mundell/Clesse (2000).

und Haltern von Euro-Assets eine Konvertibilität im klassischen Sinne zu bieten: d.h. einen festen Kurs zur (noch) führenden Anlagewährung, um dann mittels eines Konditionenwettbewerbs Marktanteile zu gewinnen.

Aber eine solche Strategie ist kaum machbar. Zunächst ist die graduelle Variation der kurzfristigen Zinsen zur "Korrektur" als übertrieben empfundener Wechselkursausschläge wie oben begründet nicht immer ausreichend. Notwendig wäre dann schon eine konsequente Ausrichtung der Geldpolitik auf ein Wechselkursziel, um notfalls zu versuchen, den Kurs allein über den massiven Einsatz der Zinspolitik zu stabilisieren. Eine Kontrolle der Kursentwicklung ließe sich aber wohl nur erreichen, wenn sich *beide* Notenbanken mehr oder weniger formell zu einer Kursstützung verbünden würden. Andererseits wäre auch nur die Verteidigung einer Wechselkurszone aufgrund der häufig unterschiedlichen gesamtwirtschaftlichen Lage in den USA und der EWU makroökonomisch nicht sinnvoll.³³ Schließlich stellt eine Begrenzung von wechselkursbedingten Kapitalverlusten auf "nur" fünf oder zehn Prozent für die Anleger auf internationalen Finanzmärkten keine wirkliche Beruhigung dar; dies würde vielmehr eine absolute Fixierung der Kurse und eine dem Goldstandard vergleichbare Glaubwürdigkeit der Paritäten erfordern.

Solche Marktbedingungen sind gegenwärtig nicht herstellbar – und angesichts des damit verbundenen Verzichts auf den binnenwirtschaftlichen Spielraum der Geldpolitik auch nicht wünschbar. Man kann umgekehrt auch fragen, warum man ausländischen Geldvermögensbesitzern das Wechselkursrisiko abnehmen und sie auf diese Weise zum Kapitalexport in das Euro-Währungsgebiet ermuntern sollte; die EWU hat schließlich keinen strukturellen Kapitalimportbedarf. Die EZB hat zwar im Kern eine Politik der Preisstabilisierung auch in außenwirtschaftlicher Hinsicht als geboten und ausreichend angesehen³⁴, dann jedoch mit vagen Hinweisen auf weltwirtschaftliche Risiken infolge fundamental unbegründeter Wechselkursentwicklungen eher nutzlose Devisenmarktinterventionen initiiert. Es ist nicht zu bestreiten, daß der "Irrweg" eines flexiblen Dollar-Euro-Kurses für die betroffenen Unternehmen eine schwierige Anpassungsaufgabe darstellt, die aber – wie auch die entsprechende Episode in den 80er Jahren zeigt – letztlich lösbar ist. Die Alternative eines fixen Kurses würde ohne Zweifel größere Probleme mit sich bringen. Schließlich hat die *Instabilität* des Dollar-Euro-Kurses nichts mit einer *Währungskrise* zu tun, weil das kritische Element der Auslandsverschuldung in fremder Währung keine große Rolle spielt und wechselkursbedingte Vermögensverluste angesichts des Wohlstandsniveaus der betroffenen Volkswirtschaften zu verkraften sind.

³³ Es ist weder überzeugend, den Europäern einzureden, sie litten aufgrund der Euro-Abwertung an einer "externen Inflation", die eine restriktive Geldpolitik notwendig mache, noch den "rücksichtslosen Konsum auf Kosten ärmerer Volkswirtschaften" der Amerikaner zu kritisieren, der einen weltwirtschaftlich störenden hohen Dollar-Zins verursache. Riese (2000) plädiert so für eine tendenzielle Zinsangleichung, die eine Fixierung des Dollar-Euro-Kurses ermöglichen soll.

³⁴ Europäische Zentralbank (1999b).

6. Ein Resümee

Die Stärke des Dollars in den vergangenen Jahren war trotz des großen US-Leistungsbilanzdefizits ebenso wenig "marktwidrig" wie die Schwäche des Euros trotz der relativ niedrigen EWU-Inflation. Da Währungen nach vermögensrechtlichen Gesichtspunkten gehandelt werden, weisen die entscheidungsbestimmenden "fundamentals" stets eine Zinsdimension auf: Bei Finanzanlagen kann es letztlich keine anderen Kriterien als Renditeüberlegungen geben, wobei freilich neben pekuniären Ertragsströmen rationale und irrationale Währungspräferenzen, Risikoprämien und erwartete Kapitalwertveränderungen eine Rolle spielen, die – transformiert in Ertragsraten – das in der Zinsparität erfaßte Portfoliogleichgewicht modifizieren. Insoweit "gilt" die Zinsparität ebenso axiomatisch wie die gemeinhin unterstellte Nutzenmaximierung der Individuen. Das Ausspielen von "strukturell richtigen Gleichgewichtskursen" gegen angeblich "falsche Marktpreise" zeugt von wenig Einsicht in die Marktpreisbildung. "Der Euro ist immer soviel wert, wie dafür bezahlt wird."³⁵

Gegenwartspreise von Vermögenswerten werden aus ihrem erwarteten Zukunftspreis abgeleitet; dieser Zusammenhang wird bei Wechselkursen lediglich durch mögliche Zinsunterschiede zwischen den Währungsräumen modifiziert. Die Kaufkraftparität stellt keinen zuverlässigen Anker für die langfristigen Kurserwartungen dar, weil sich die Preise mittelfristig umgekehrt auch an die Kursrelationen anpassen und generell die Angebots-Nachfrage-Verhältnisse auf dem Devisenmarkt in jeder Periode quantitativ durch die Kapitalbewegungen dominiert werden. Preisstabilität als eine Eigenschaft des inneren Geldwertes liefert kein schematisch anwendbares Kriterium für die Erwartung des künftigen, von Kapitalbewegungen abhängigen Außenwertes einer Währung. In der Währungsgeschichte der D-Mark reichte eine solche Geldwertstabilität oft für die Erzeugung einer Aufwertungstendenz aus, weil die (durch eine reale Unterbewertung erzeugten) deutschen Exportüberschüsse zum einen die Aufwertung schon aus stabilitätspolitischen Gründen nahelegten und zum anderen das relative Angebot von Papieren dieser gesuchten, "kleinen" Währung weiter verminderten.

Der Euro wurde demgegenüber durch das im wesentlichen ölpreisbedingte Leistungsbilanzdefizit eher belastet, und auf eine besondere, der D-Mark vergleichbare Reputationsprämie konnte die neue Währung (noch) nicht bauen. Deshalb gab in erster Linie die erwartete mittelfristige Verzinsung den Ausschlag für die Portfoliowahl zwischen den in ihrer Vermögenssicherungsqualität ähnlich einzuschätzenden Währungen Euro und Dollar. Wie in den frühen 80er Jahren gegenüber der D-Mark profitierte der Dollar gegenüber dem Euro seit dessen Einführung von der Wachstumsstärke der US-Ökonomie; die Zinsen wurden einerseits über die Geldnachfrage, andererseits über eine die monetäre Dynamik kontrollierende Geldpolitik hochgetrieben. Dies signalisierte den Anlegern, daß der Zinsertrag von Dollar-Anlagen nicht durch eine später drohende monetäre Instabilität entwertet werden würde. Die EZB er-

³⁵ So der Devisenexperte J. Goldberg (Süddeutsche Zeitung, 30.12.2000).

lebte demgegenüber, daß eine erfolgreiche Politik der Wahrung von Geldwertstabilität am Devisenmarkt nicht belohnt, sondern bestraft wurde, indem die stabilitätsbedingt niedrigen Euro-Zinsen mit einer Währungsschwäche einhergingen, die ihrerseits Inflationsimpulse hervorbrachten. Die unter hohem Erfolgsdruck stehende Notenbank hatte nicht den Mut, angesichts von Inflationsrisiken den Konjunkturaufschwung laufen zu lassen, und konnte so nicht die Erwartung mittelfristig hoher Nominalzinsen erzeugen, die für einen außenwirtschaftlich starken Euro notwendig gewesen wären.

Seit dem weltweiten Übergang zum Regime von Papierwährungen ist die Beliebigkeit des nominalen Wertstandards das Kernproblem der nationalen Geldpolitik. Das weltwirtschaftliche Pendant dieses Problems ist der Freiheitsgrad in der Gleichung der Zinsparität, die – als Gleichgewichtsbedingung des internationalen Finanzmarktes – nur die Änderungsrate, nicht jedoch das Niveau des Wechselkurses erfaßt. Aber diese Instabilität impliziert zumindest im Dollar-Euro-Bereich keine krisenhaften Marktbedingungen, weil aufgrund des relativ niedrigen Offenheitsgrades wechselkursbedingte Handelsverzerrungen hinnehmbar erscheinen und keine Gefahr einer Indeterminiertheit der nationalen absoluten Preise besteht. Die EZB hat jedoch die Auswirkungen der Euro-Abwertung auf Inflation und Anlegervertrauen für gewichtig genug erachtet, um ihren zinspolitischen Kurs beträchtlich zu verschärfen. Sie setzte damit eine Tradition der Bundesbankpolitik fort, die angesichts der Marktstellung der D-Mark angemessen gewesen sein mag, die jedoch in unnötiger Weise den Eindruck einer Abhängigkeit der europäischen von den amerikanischen Zinsen betonte.

Literaturverzeichnis

- Begg, D.* (1989): Floating Exchange Rates in Theory and Practice. Oxford Review of Economic Policy, 5, 3, 24-39.
- Bergsten, C. F.* (1997): The Dollar and the Euro. Foreign Affairs, 76, July/August, 83-95.
- Bernanke, B. S. / Mihov, I.* (1997): What Does the Bundesbank Target? European Economic Review, 41, 1025-1053.
- Bernanke, B. S. / Mishkin, F. S.* (1997): Inflation Targeting – A New Framework for Monetary Policy? Journal of Economic Perspectives, 11, 2, 97-116.
- Bliss, C.* (1986): The Rise and Fall of the Dollar. Oxford Review of Economic Policy, 2, 1, 7-24.
- Bofinger, P. u.a.* (1996): Geldpolitik – Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente. München.
- Burckhardt, C.* (2000): Die EZB muß jetzt auf ihre Glaubwürdigkeit aufpassen. In: Deutsche Bundesbank, Hg.: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 51, Frankfurt, 19.10.00, 11-13.
- Clarida, R. u.a.* (1999): The Science of Monetary Policy – A New Keynesian Perspective. Journal of Economic Literature, 37, 1661-1707.
- Cukierman, A.* (1992): Central Bank Strategy, Credibility and Independence – Theory and Evidence. Cambridge / London.
- De Grauwe, P.* (1996): International Money. 2. Aufl. Oxford.
- Deutsche Bundesbank* (1981): Geschäftsbericht für das Jahr 1980. Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank* (1992): Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland. Monatsbericht Januar, 20-29.
- Deutsche Bundesbank* (1999): Taylor-Zins und Monetary Conditions Index. Monatsbericht April, 47-

63.

- Europäische Zentralbank* (1999a): Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems. Monatsbericht Januar, 43-56.
- Europäische Zentralbank* (1999b): Die internationale Rolle des Euro. Monatsbericht August, 35-58.
- Europäische Zentralbank* (2000a): Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB. Monatsbericht November, 41-53.
- Europäische Zentralbank* (2000b): Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet. Monatsbericht Dezember, 9-69.
- Fratianni, M. / Hauskrecht, A.* (1998): From the Gold Standard to a Bipolar Monetary System. *Open Economies Review*, 9, 609-635.
- Froot, K. A. / Thaler, R. H.* (1990): Anomalies – Foreign Exchange. *Journal of Economic Perspectives*, 4, 3, 179-192.
- Gärtner, M.* (1990): Makroökonomik flexibler Wechselkurse. Berlin / Heidelberg.
- Gleske, L.* (1986): Wandlungen der Geldpolitik. In: Deutsche Bundesbank, Hg.: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 42, Frankfurt, 13.6.86, 1-8.
- Goodhart, C. A. E.* (1988): The Foreign Exchange Market – A Random Walk with a Dragging Anchor. *Economica*, 55, 437-460.
- Haldane, G. A.* (1998): On Inflation Targeting in the United Kingdom. *Scottish Journal of Political Economy*, 45, 1-32.
- Issing, O.* (1998): Die Europäische Zentralbank – Das Problem der Glaubwürdigkeit. In: Duwendag, D., Hg.: Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik. Schriften des Vereins für Socialpolitik, 261, Berlin, 179-192.
- Landmann, O.* (1984): Löhne, Preise, Einkommen und Beschäftigung in der offenen Volkswirtschaft. In: Bombach, G. u.a., Hg.: Der Keynesianismus V – Makroökonomik nach Keynes. Berlin u.a., 101-218.
- McKinnon, R. I.* (1990): Why Floating Exchange Rates Fail – A Reconsideration of the Liquidity Trap. *Open Economies Review*, 1, 229-250.
- Meese, R.* (1990): Currency Fluctuations in the Post-Bretton Woods Era. *Journal of Economic Perspectives*, 4, 1, 117-134.
- Mundell, R. A. / Clesse, A., Hg.* (2000): The Euro as a Stabilizer in the International Economic System. Boston u.a.
- Nickell, S.* (1997): Unemployment and Labor Market Rigidities – Europe versus North America. *Journal of Economic Perspectives*, 11, 3, 55-74.
- Obstfeld, M.* (1997): Europe's Gamble. *Brookings Papers on Economic Activity*, 241-317.
- Portes, R. / Rey, H.* (1998): The Emergence of the Euro as an International Currency. *Economic Policy*, 307-343.
- Riese, H.* (2000): Die Schwäche des Euro – eine Schwäche des Dollar. Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, Nr. 2000/12.
- Sachverständigenrat* (1983): Jahresgutachten 1983/84. Bonn.
- Sachverständigenrat* (1999): Jahresgutachten 1999/2000. Stuttgart.
- Solow, R. M. / Taylor, J. B., Hg.* (1998): Inflation, Unemployment, and Monetary Policy. Cambridge / London 1999.
- Spahn, H.-P.* (1999): Central Bankers, Games and Markets – A Critical Assessment of the Microeconomic Optimization Approach in the Theory of Macroeconomic Stabilization. In: Filc, W. / Köhler, C., Hg.: Macroeconomic Causes of Unemployment – Diagnosis and Policy Recommendations. Berlin, 397-403.
- Spahn, H.-P.* (2000): Zinsparität und Geldpolitik. Diskussionsbeiträge aus dem Volkswirtschaftlichen Institut der Universität Hohenheim, Nr. 187, Stuttgart. [<http://www.uni-hohenheim.de/~www520a/dokumente/paritaet.pdf>]
- Svensson, L. E. O.* (1999): Monetary Policy Issues for the Eurosystem. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 51, Amsterdam u.a., 79-136.
- Taylor, M. P.* (1995): The Economics of Exchange Rates. *Journal of Economic Literature*, 33, 13-47.
- Wagner, H.* (1999): Inflation Targeting versus Monetary Targeting. *Kredit und Kapital*, 32, 610-632.

Abstract**Price Stability and Currency Weakness: The Power of Dollar Interest Rates over the Euro**

By Heinz-Peter Spahn

The persistent appreciation of the dollar (as against the mark in the 1980s and against the euro in 1999/2000) appears to have been a drifting random walk caused by a step-by-step evaluation of the probability of a future continuing strength of the US economy yielding relatively high long-term nominal interest rates. The ECB reacted in a Bundesbank-oriented manner to euro devaluation and rising oil prices, but raising short-term interest rates proved to be a non-optimal, and exaggerated, answer to supply-side price shocks, and could not support the euro on the foreign exchange.

AEA classification: ■ ■ ■

University of Hohenheim, D-70593 Stuttgart