

Die „normale Wissenschaft“ und ihr Kampf mit der Euroschwäche

Peter Bofinger, Universität Würzburg

Thomas Kuhn (1976, S. 18) beschreibt die „normale Wissenschaft“ als „einen rastlosen und hingebungsvollen Versuch (...), die Natur in die von der Fachausbildung vorgegebenen Begriffsschubladen hineinzuzwängen.“ Die seit zweieinhalb Jahren andauernde „Euroschwäche“ bietet ein wunderschönes Beispiel dafür, wie sich die „normale“ Volkswirtschaftslehre bemüht, mit den Anomalien zu Recht zukommen, die sich dabei für das vorherrschende Paradigma der Wechselkursstheorie stellen.

Die Abwertung des Euro begann unmittelbar nach seiner Anführung im Januar 1999. Für die meisten Ökonomen stand dabei von Anfang an zweifelsfrei fest, dass eine solche Entwicklung vorrangig mit fundamentalen wirtschaftlichen Ursachen zu begründen sei. Die gleichsam offizielle Bestätigung konnte man frühzeitig in der „stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie“ der EZB finden, die im Bulletin vom Januar 1999 veröffentlicht wurde:

„In der derzeitigen Situation, in der es weder eine förmliche Wechselkursvereinbarung noch eine allgemeine Orientierung gibt, ist der Euro-Wechselkurs das Ergebnis aktueller und erwarteter geldpolitischer und anderer Maßnahmen inner- und außerhalb des Euro-Währungsgebiets sowie der damit verbundenen Einschätzung seitens der Marktteilnehmer.“ (Europäische Zentralbank 1999, S. 45).

In Anbetracht der makroökonomischen Datenlage boten sich damals sowohl die Zinsdifferenz wie auch das Wachstumsdifferential zwischen den Vereinigten Staaten und Euroland als fundamentale Erklärung an. Den meisten „Analysten“ erschienen beide Begründungen so suggestiv, dass man selten nach den tieferliegenden theoretischen Erklärungen fragte. Dabei hätte man rasch erkannt, dass der Einfluss realer Wachstumsunterschiede in der Währungstheorie relativ begrenzt ist. Sie lassen sich am besten im Rahmen des monetären Ansatzes zur Wechselkursdetermination abbilden. In diesem äußern sie sich aber nur mittelbar über ihre Effekte auf die nationalen Zinssätze. Aber auch letztere bieten für sich genommen noch keine eigenständige Erklärung des Wechselkurses. Wie die Zinsparitätentheorie lehrt, kommt es dafür noch entscheidend darauf an, wie die Wechselkursänderungserwartungen gelagert sind.

Das Beispiel des japanischen Yen verdeutlicht dies in eindrucksvoller Weise. Obwohl das Wachstum in Japan in der Zeit von 1999 bis heute ständig schwächer ausfiel als in Euroland und damit zu einem permanenten Zinsvorsprung des Euro gegenüber dem Yen führte, wertete der Euro gegenüber der japanischen Währung kaum weniger ab als gegenüber dem Dollar. Die zweifelhafte theoretische Dignität einer Wechselkursklärung mittels der Unterschiede im realen Wachstum zeigen auch die Schaubilder 1 und 2. Sie lassen erkennen, dass es über längere Zeiträume keine systematischen Zusammenhänge zwischen realen Wachstums- oder nominellen Zinsdifferenzialen auf der einen und den Veränderungen des DM-Dollar-Wechselkurses auf der anderen Seite gibt. Was dabei auch ins Auge fällt ist die Tatsache, dass der Wechselkurs sehr viel schwankt als die Veränderungen in den makroökonomischen „fundamentals“. Der völlige Zusammenbruch beider Erklärungsmuster mußte dann im Frühjahr 2001 konstatiert werden. Die kurzfristigen Zinsen sind in den Vereinigten Staaten mittlerweile niedriger als in Euroland, was vor allem einen Umschwung im Wachstumsdifferential reflektiert, gleichwohl kam es zu keiner Trendwende beim Wechselkurs.

Die geringe theoretische Durchdringung dieser Zusammenhänge zeigte sich in den letzten Monaten auch daran, dass in der Diskussion oft nicht mehr klar war, mit welchem Vorzeichen sich Zinsänderungen auf den Wechselkurs auswirken würden. So wurde befürchtet, eine Zinserhöhung der EZB könne den Euro schwächen, weil dann das Wachstum in Euroland gebremst werde. Wie die obige Erklärung mittels des monetären Ansatzes verdeutlicht, hat man dabei die beiden Größen als direkte mit der indirekte Determinanten des Wechselkurses in unangemessener Weise vertauscht.

Ähnlich ad hoc wie die Versuche einer makroökonomischen Wechselkursdeutung erscheinen alle Bestrebungen die Euroschwäche „strukturell“ zu erklären. Dazu gehören die Verweise auf die Verkrustungen der europäischen Arbeitsmärkte, die fehlende politische Koordination und Integration der Mitgliedsländer Währungsunion sowie auf die bevorstehende Osterweiterung. Dem Laien mögen solche Erklärungen plausibel erscheinen, für den Ökonomen stellt sich dabei aber das Problem, wie all dies mit der Theorie „effizienter Märkte“ vereinbart werden kann. Danach verändert sich der Wechselkurs nur dann, wenn die Marktteilnehmer mit neuen Informationen („news“) konfrontiert werden. Alle die genannten „strukturellen“ Schwierigkeiten des Euroraums waren jedoch zum 1. Januar 1999 bestens bekannt und hätten somit schon bei Anfangskurs von 1,17 Dollar/Euro „eingepreist“ sein müssen. Für eine danach einsetzende Abwertung um rund 30 % können diese Faktoren nur dann herangezogen werden, wenn man die für die „normale“ Wissenschaft fundamentale Annahme der Markteffizienz aufgibt. Wiederum hätte auch der Vergleich mit Japan schon früh zu denken geben müssen. Selbst die strengsten Kritiker von Euroland würden wohl kaum so weit gehen, unsere strukturellen Probleme stärker zu gewichten als die der japanischen Wirtschaft.

Wie sehr die „normale“ Wissenschaft sich mittlerweile in die Ecke gedrängt sieht, verdeutlicht die hohe Attraktivität eines von Hans-Werner Sinn in die Diskussion gebrachten Arguments. Der Euro sei schwach, weil in Osteuropa und in den GUS-Ländern DM-Bargeldbestände gegen Dollar-Banknoten umgetauscht würden. Für den gesamten Zeitraum von 1999 und 2000 kommen Sinn und Westermann (2001) dabei auf einen Rückgang der DM-Bargeldbestände von 18 Mrd Euro. Wenn man als theoretische Begründung hierfür wiederum den monetären Ansatz zur Wechselkurserklärung heranzieht, stellt sich das Problem, dass die für diesen Ansatz relevante Geldmenge M3 in Euroland in den Jahren 1999/2000 mit rund 5 % jährlich eher etwas zu stark gestiegen ist, so dass sich kein generelles Nachfragedefizit konstatieren läßt. Zudem beläuft sich der geschätzte Rückgang der DM-Bestände auf lediglich 0,3 % der Geldmenge M3. Auch im Vergleich zu anderen wechsellkursrelevanten Strömen wirkt die sinkende Nachfrage nach DM-Banknoten recht bescheiden. So hat sich beispielsweise die amerikanische Leistungsbilanz in den Jahren 1999 und 2000 kumuliert um rund 400 Mrd. Dollar gegenüber dem Niveau zu Beginn der Währungsunion verschlechtert.

Natürlich wird die Leistungsbilanz von allen Anhängern der „normalen“ Wissenschaft so gut es geht gemieden, obwohl diese Größe in allen Lehrbüchern als eine wichtige Determinante des Wechselkurses angesehen wird. Ähnlich ergeht es auch den Unterschieden in den Inflationsraten, die in der Kaufkraftparitätentheorie als eine zentrale Ursache für Wechselkursentwicklungen angesehen werden. Doch wie soll man es begründen, dass der Dollar gegenüber dem Euro aufwertet, obwohl der Preisauftrieb in den Vereinigten Staaten ständig höher liegt als in Euroland.

Es ist sicherlich schwierig den weiteren Kursverlauf des Euro zu prognostizieren. Sollte sein Abwertungstrend anhalten, so wird man jedoch mit hoher Sicherheit weiterhin die Gelegenheit haben, die „normale Wissenschaft bei ihrem „rastlosen und hingebungsvollen Versuch (...)“ einer fundamentalen Erklärung beobachten zu können. Dies hat sicherlich einen gewissen intellektuellen Reiz, aber es stellt sich dabei auch die Frage, ob solche Bemühungen mit einer effizienten Allokation von wissenschaftlichen Ressourcen vereinbar sind.

Bei einer nur rudimentären Kenntnis des Funktionsweise eines Systems flexibler Kurse hätte man sich die ganze Arbeit der letzten Jahre eigentlich ersparen können. Schon im Jahr 1983 stellten Meese und Rogoff (1983) in einer ökonometrischen Studie fest, dass marktbestimmte Wechselkurse von fundamentalen makroökonomischen Faktoren nur wenig beeinflusst werden. Eine Dekade später ist bei Isard (1995, S. 138) nachzulesen:

“In short, neither the behavioural relationships suggested by theory, nor the information obtained through autoregression, provided a model that could forecast significantly better than a random walk. And furthermore, while the random walk model performed at least as well as other models, it predicted very poorly.”

Richard Lyons (2001) kommt in einem im Herbst erscheinenden Buch zu dem Befund:

„Exchange-rate economics is in crisis. It is in crisis in the sense that current macroeconomic approaches to exchange rates are empirical failures.“

Warum tun sich die „Analysten“ wie auch die „normale“ Wissenschaft so schwer damit, diese eindeutigen ökonometrischen Befunde zu akzeptieren? Bei den Analysten ist die Erklärung einfach. Viele von ihnen werden dafür bezahlt, fundamentale Begründungen zu produzieren. Wenn sie die Existenz eines Zusammenhangs wirtschaftlicher Daten zum Wechselkurs leugnen, gefährden sie unmittelbar ihren eigenen Arbeitsplatz. Bei der „normalen“ Wissenschaft sind die Verhältnisse etwas komplizierter gelagert. Der größte Widerstand dürfte sich daraus ergeben, dass die gesamte Volkswirtschaftslehre auf einem fundamentalen Vertrauen in die Steuerungsfunktion des Preissystems aufgebaut ist. Die an den Devisenmärkten auf längere Sicht zu beobachtende Unabhängigkeit des Wechselkurses von wirtschaftlichen Gegebenheiten ist damit nur schwer zu vereinbaren.

Größere Probleme bereitet dieser Befund auch für die vorherrschende währungspolitische Doktrin. Demnach sollten sich Länder entweder für frei-flexible oder aber möglichst starre Wechselkurse entscheiden und von allen Zwischenlösungen Abstand nehmen. Wenn nun aber ein rein marktbestimmter Kurs zu völlig unberechenbaren Ausschlägen neigt, wird die makroökonomische Politik eines kleineren Landes bei frei-flexiblen Kursen zu einem Lotteriespiel. Eine genauere Analyse der tatsächlichen Wechselkurspolitik in Ländern, die sich dem Internationalen Währungsfonds gegenüber als „independent floater“ bezeichnen, läßt auch erkennen, dass es nur wenige Regierungen und Notenbank gibt, die sich uneingeschränkt auf dieses Spiel einlassen.¹

Im Ganzen betrachtet ist die Euro-Schwäche also kein Grund zur Panik. Sie bestätigt vielmehr den seit zwei Jahrzehnten allgemein bekannten Befund, dass sich marktbestimmte Wechselkurse über mehrere Jahre hinweg ohne jeden Kontakt zu fundamentalen ökonomischen entwickeln können. Wie von Thomas Kuhn beschrieben, hat sich die „normale“ Volkswirtschaftslehre bisher nach Kräften bemüht, diese „Anomalie“ in ihre

¹ Eine ausführliche Analyse der Politik des „managed floating“ findet man Bofinger und Wollmershäuser (2001).

vorgefertigten Begriffsschubladen zu stopfen. Es wäre jedoch allmählich an der Zeit, eine kopernikanische Wende in der Wechselkurs­theorie und – politik einzuleiten. Damit eröffnet sich nicht nur die Chance, eine Theorie der „Behavioral Finance“ für den Devisenmarkt zu entwickeln (Bofinger 2001), es wird damit auch die Plattform für eine vorurteilslose Diskussion einer Politik des „managed floating“ geschaffen.

Literatur:

Bofinger, Peter (2001), Kann die Einführung des Euro-Bargelds die europäische Währung stabilisieren? Gedanken aus der Sicht der „Behavioral Finance“, Ifo-Schnelldienst, Juli 2001.

Bofinger, Peter und Timo Wollmershäuser (2001), Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order, Würzburg Economic Papers Nr. 30

Europäische Zentralbank (1999), Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, Monatsbericht Januar 1999, S. 43-56.

Isard, Peter (1995), Exchange Rate Economics, Cambridge Surveys of Economic Literature, Cambridge.

Kuhn, Thomas (1976), Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen, Frankfurt am Main 1976

Lyons, Richard (2001), The Microstructure Approach to Exchange Rates, erscheint bei MIT Press, Fall 2001; internet: <http://haas.berkeley.edu/~lyons/bookweb.pdf>

Meese, Richard und Kenneth Rogoff (1983), Empirical Exchange Rate Models of the Seventies, Journal of International Economics, Vol. 14, S. 3-24.

Sinn, Hans-Werner und Frank Westermann (2001), Why Has the Euro Been Falling? An Investigation into the Determinants of the Exchange Rate, Paper für den Workshop Exchange Rate and Monetary Policy Issues”, Institute for Advanced Studies, Vienna, April 19-20, 2001